بورصة الأوراق المالية

علاء الدين أحمد جبر



جبر ، علاء الدين أحمد مصطفى سالم
بورصة الأوراق المالية / علاء الدين أحمد مصطفى سالم جبر . ــ القاهرة: الهيئة المصرية العامة للكتاب، ٢٠٠٧.
٣١٦ ص ؛ ١٧ سم
تدمك ٠ ٧١٠ ٤١٩ ٩٧٧
١ ــ البورصات ٢ ــ الأوراق المالية
(أ) العنوان :
رقم الإيداع بدار الكتب ١٠٩٧٦/ ٢٠٠٧

I.S.B.N 977 - 419 - 710 - 0

ديوى ٣٣٢,٦٤٢

بُورصة الأوراق الماليَّة

علاء الدين أحمد جبر



الهيئة المصرية العامة للكتاب
٢٠٠٧

الاخراج الفنى:عمر حماد على

تصميم الغلاف : الحبيبة حسين

إهداء

إلي روح والدي... رمز الإيمان

إلي والدتي... رمز الكفاح والعطاء

إلي اخوتي... رمز التعاون والحب

إلي زوجتي وإبنتاي... رمز الوفاء والمستقبل

إلي أساتذتي... رمز القدوة والمثل الأعلي

إلي كل من ساعدني... له الشكر والعرفان بالجميل

مقدمة

تعتبر بورصة الأوراق المالية المرآة التى تعكس حالة الاقتصاد القومى، فإذا كانت هناك بورصة نشطة فلابد أن يكون هناك اقتصاد قوى، وإذا حدث ركود اقتصادى فلابد زن تلازمه بورصة غير نشطة، والبورصة هى محور الاقتصاد القومى تتأثر به وتنتعش بانتعاشه، وفى الوقت نفسه تؤثر فيه بدرجة كبيرة.

ولما كانت البورصة بهذه الأهمية بالنسب للاقتصاد القومى، فلابد أن هناك عوامل كثيرة تؤثر على آداء هذه البورصة، قد تؤثر فيها بالإيجاب وتدعمم نشاطها، وقد تؤثر فيها بالسلب وتضعف آداءها، وقد مرت البورصة المصرية بتجربة كبيرة، حيث عاصرت عدة مراحل اختلفت فيها التوجهات السياسية، وبالتالى اختلفت السياسات الاقتصادية من فترة إلى أخرى.

ويرجع تاريخ التعامل فى الزوراق المالية فى مصر إلى عام ١٨٨٣، ومنذ هذا الوقت حتى عام ١٩٥٥ ظلت بورصة الأورالمالية المصرية من أهم بورصات العالم، حيث شهدت البورصة المصرية عصرها الذهبى وأنتجت كوادر فنية عالية الخبرة من السماسرة وكذلك المستثمرين

والمنظمين وغيرهم من المتخصصين فى السوق المالية، وقد كان لدور البنوك زهمية كبرى فى مواكبة تطور البورصة، ومن هذه التجارب تجربة بنك مصر فى تنشيط حركة التعامل فى سوق المال منذ عام ١٩٢٠، حيث كان يمتلك أكبر محفظة للأوراق المالية وذلك من خلال مشروعاته وإستثماراته الواسعة والتى كانت أوراقها المالية تمثل جانبًا كبيرًا من التعامل فى السوق، كما كان لرجال لأعمال دور كبيرًا فى تنشيط البورصة، وذلك بإنشاء مجموعة من الشركات الصناعية والزراعية التى تم طرح وتداول أسهمها فى السوق مما أدى إلى انتعاش البورصة، كما أن الهيئات والمصالح الحكومية كانت تشجع العاملين بها على الاكتتاب فى الشركات الجديدة التى تؤسس وتطرح نسبة من أسهما على أقساط شهرية لكى لايشعر العاملون بعبئها.

وقد استمرت البورصة تلعب دورها بكفاءة حتى صدور قرارات التأميم عام ١٩٦١، وقد أدى التزميم إلى انتقال ملكية أسهم الشركات التى تم تأميمها إلى الدولة مقابل سندات على الدولة لمدة ١٥ سنة بفائدة ٤٪ سنويًا، وقد أدى ذلك إلى استبعاد الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤممة من نطاق التداول فى البورصة أو خارجها، مما أدى إإنكماش وركود التعامل فى السوق بدرجة كبيرة، إضافة إلى أن السياسات الاقتصادية والاجتماعية التى أملت التأميم أدت إلى تلص وتضييق وانكماش حاد لمجالات عمل الطاع الخاص وقضت على المبادرات الفردية مما أدى إلى تحول نشاط الأفراد إلى إقامة المشروعات الفردية الصغيرة والبعد عن إنشاء الشركات المساهمة وهى عصب العمل فى البورصة، مما أدى إلى ضيق وتلاشى نشاط البورصة.

وعلى الرغم من الجهود المبذولة من قبل بنوك القطاع العام وشركات التأمين فى ظل القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ الخاص بنظام استثمار رأس المال العربى والأجنبى وغيره من القوانين الصادرة إبان فترة الإنفتاح الإقتصادى، إلا أن هذا لم يؤثر على حركة التداول فى الأوراق المالية

كثيرًا، لا بعد أن أولت الحكومة إهتمامًا ملحوظًا بإعادة بناء سوق الأواق المالية فى الثمانينيات من خلال التنظيمات، وقوانين الإصلاح الإقتصادى، وخاصة القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ خاص بشركات قطاع الأعمال العام ولائحته التنفيذية، وبداية تربة الخصخصة والتى بموججج تحولت بعض القطاعات الإنتاجية والتى تمتلكها الدولة إلى قطات يمتلكها القطاع الخاص والأفراد من خلال طرح أسهم بقيمة رأس مال الشركة ويكون للعاملين فيها حصة فى الاكتتاب، مما أدى سيل متدفق من الأوراق المالية انتعتشت بها البورصة، ثم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق المال ولائحته التنفيذية والذى أعاد تنظيم سوق الأوراق المالية ووضع الضوابط لعمل البورصة والتعامل فيها، كما وضع نظام رقابى حاسم على العاملين بسوق الأوراق المالية والمتعاملين فيها، مما هيأ مناخ الاستثمار فى البورصة وجذب رءوس الأموال للاستثمار فيها بأمان، ومازالت الجهود تبذل سواء من الناحية التشريعية أو التنظيمة لتطوير البورصة بما يجعلها تواكب التطور العالمى.

وعلى ذلك فانتعاش البورصة وتنشيطها مرتبط بعوامل كثيرة ومتنوعة تتضافر جميعها لتحقيق التطوير والتقدم للبورصة، ويرى الباحث أن القوانين والتشريعات والسياسات الإقتصادية، فضلا عن العنصر البشرى، تعتبر من أهم العوامل المؤثرة فى أداء بورصة الأوراق المالية المصرية بصفة عامة، وعلى ذلك سوف نتناول فى هذا البحث هذين العاملين بالدراسة فى ضوء القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١، والقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وهما من أهم القوانين التى تأثرت بها البورصة فى العصر الحديث.

المحتويات

الباب الثانى

العنصر البشرى وأثره المباشر على أداء بورصة الأوراق المالية

باب تمهيدى
ماهية بورصة الأوراق المالية

مقدمة

تتطلب دراسة موضوع العوامل المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية معرفة بعض المفاهيم والمعلومات الأساسية عن هذه البورصة وذلك من خلال معرفة ماهية بورصة الأوراق المالية وأهمية ووظائف هذه البورصة، ثم التعرف على نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية وعناصر هذه البورصة وعلاقتها بباقى عناصر سوق المال، لذلك سوف نتناول فى هذا الباب هذه الموضوعات بإيجاز ونقسمه إلى أربعة فصول كالآتى:

الفصل الأول : ماهية بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثانى : نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثالث: عناصر بورصة الأوراق المالية.

الفصل الرابع: علاقة بورصة الأوراق المالية بباقى عناصر سوق المال.

الفصل الأول
ماهية بورصة الأوراق المالية

لكى نتعرف على ماهية بورصة الأوراق المالية يجب أن نلم بتعريف البورصة بصفة عامة وتعريف بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، ثم نقوم بعرض لمحة موجزة عن قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة سواء الجداول الرسمية أو غير الرسمية وشروط القيد بالنسبة لكل نوع من الجداول، ومزايا القيد فى هذه الجداول، ثم نتعرف على الأحكام العامة لتداول الأوراق المالية فى البورصة فى قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وأخيرًا نتناول أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها.

لذا تنقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى خمسة بنود كالآتى :

١- تعريف البورصة .

٢- تعريف بورصة الأوراق المالية.

٣- قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة.

٤- أحكام عامة لتداول الأوراق المالية فى البورصة فى قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

٥ ـ أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها.

١ ـ تعريف البورصة:

البورصة بصفة عامة هى مكان يُعقد فيه إجتماع فى مكان معين، وفى مواعيد معينة، بين متعاملين بالبيع والشراء فى أوراق مالية أو حاصلات زراعية، أو منتجات صناعية، وتطلق كلمة بورصة أيضًا على مجموع العمليات التى تتم أثناء هذا الإجتماع(١)، وقد عم إستعمال كلمة بورصة منذ القرن السادس عشر وإختلف الفقهاء حول مصدر هذه الكلمة، فذهب رأى إلى أن الأصل فى كلمة «بورصة» أنها مشتقة من إسم أحد كبار التجارالأغنياء وكان إسمه "فان دن بورص"وكان يقيم فى مدينة بروج فى بلجيكا، وكان يجتمع عنده عدد كبيرمن التجار لعقد الصفقات التجارية،ورأيآخر يُرجع أصل كلمة بورصة إلى أنها تأتى من أن إجتماعات بعض كبار التجار كانت فى منزل قد نقشت على واجهته الخارجية ثلاثة أكياس للنقود (Bourse) وإشتقت كلمة بورصة من اللفظ الإنجليزى(٢).

٢ ـ تعريف بورصة الأوراق المالية :

يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية بأنها السوق التى يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعًا وشراءً، بحيث تشكل إحدى القنوات التى ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة فى المجتمع، بما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد القومى(٣).

وبالتالى فإن بورصة أو سوق الأوراق المالية تضم فى تعريفها كل ما يتعلق بالتعامل فى الأوراق المالية، سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك، لذا يمكن التمييز بين سوقين أساسيين فى نطاق بورصة الأوراق المالية، الأولى هى السوق التى يتم فيها التعامل على

---

(١) د. حسن لبيب، البورصات، القاهرة، المطبعة الأميرية، سنة ١٩٤٧، ص١.

(٢) د. السعيد فرحات، د. ناجى خشبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى بالمنصورة، سنة ١٩٩٧، ص٢٤١.

(٣) نص القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال فى مادته الـ ١٥ على أن يتم قيد وتداول الأوراق المالية فى سوق تسمى بورصة الأوراق المالية.

الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، ويمكن تسميتها بسوق الإصدار أو السوق الأولية، والثانية هى السوق التى يتم فيها التعامل على الأوراق المالية التى سبق إصدارها، ويمكن تسميتها بسوق التداول أو السوق الثانوية.

وفيما يلى عرض موجز لكل من السوقين :

أ ـ سوق إصدار الأوراق المالية (السوق الأولية) :

يتم فى نطاق هذه السوق التعامل على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة ويتم ذلك عن طريق ما يسمى بالإكتتاب، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة، أو عند زيادة رأس مالها بعد التأسيس، أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل. والإكتتاب فى الأسهم قد يكون مغلقًا أى مقصورًا على المؤسسين وحدهم، أو يكون عامًا وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها، أما الإكتتاب فى السندات غالبًا ما يكون عامًا، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للإكتتاب فى السندات. وكثيرًا ما يتم الإكتتاب عن طريق الإستعانة بالبنوك، التى تتلقى رغبات الإكتتاب من الجمهور وتقوم بتحصيل المبالغ المطلوبة عند الإكتتاب وإيداعها لحساب أصحاب الحق فيها، إلا أنه قد توجد شركات متخصصة تسمى شركات الإكتتاب هى التى تتولى مسئولية تغطية الإكتتاب، سواء بتوزيع قيمته على عملائها، أو الإكتتاب فيه كليًا أو جزئيًا، ثم التصرف فى الأوراق المالية بعد ذلك عندما تسمح ظروف السوق، وهى تتقاضى عمولة على ذلك، وقد تحقق أرباحًا فى حالة ما إذا باعت الأوراق بثمن يزيد عن ثمن شرائها لها(١).

ب ـ سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية) :

يتم فى نطاق هذه السوق التعامل على الأوراق المالية التى سبق إصدارها فى السوق الأولية ويتم الإكتتاب فيها، ويشمل تداول هذه الأوراق

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة: كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص٢ .

بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأى مستثمر آخر، فحاملوا هذه الأوراق هم الذين يحصلون على ناتج عملية البيع ويتحملون الخسارة فى حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها، ويجنون المكاسب فى حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها.

ومن الملاحظ أنه من الممكن أن تكون هناك منشآت تتعامل فى كلا السوقين، أى تتعامل فى شراء وبيع الأوراق الجديدة وكذلك فى شراء وبيع الأوراق المالية السابق إصدارها، فالبنوك التجارية تقوم بتلقى طلبات الاكتتاب فى الأوراق المالية الجديدة التى تصدرها الوحدات ذات العجز المالى، وفى نفس الوقت تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية السابق إصدارها لحسابها أو لحساب العملاء، وهى بذلك تكون جزءًا من السوق الأولية وفى نفس الوقت جزءً من السوق الثانوية(١).

٣ ـ قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة:

وقد نص قانون سوق رأس المال فى مادته الـ ١٦ على أنه يتم قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة ويكون القيد بناءً على طلب الجهة المصدرة لها ويتم قيد الورقة وشطبها بقرار من إدارة البورصة فى نوعين من الجداول:

ـ جداول رسمية: تقيد أسهم شركات الإكتتاب العام والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية التى تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم فى اكتتاب عام بشرطين :

أ ـ ألا يقل ما يطرح من الأسهم الأسمية للإكتتاب العام عن ٣٠٪ من مجموع أسهم الشركة.

ب ـ ألا يقل عدد المكتتبين فى الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين ولو كانوا من غير المصريين.

---

(١) د. عبد المنعم أحمد التهامى، التمويل : مقدمة فى الإستثمارات والمنشآت المالية، القاهرة، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩١، ص١٠٣.

كما تقيد فى الجداول الرسمية الأوراق المالية التى تصدرها الدولة وتطرح فى إكتتاب عام، والأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام.

- جداول غير رسمية : وتقيد بها الأسهم وغيرها من الأوراق المالية التى لا تتوافر فيها شروط القيد فى الجداول الرسمية فضلًا عن الأوراق المالية الأجنبية، ويترتب على قيد الأوراق المالية فى البورصة عدة مزايا تعود على كل من المستثمرين والشركات وهى[1]:

أولا: مزايا القيد بالنسبة للمستثمرين:

١ - يضمن قيد الأوراق المالية بالبورصة للمستثمرين سلامة هذه الأوراق المصدرة من الناحية القانونية إلى حد ما، وأن الشركة المصدرة لها تكونت بشكل قانونى وكانت فى حالة يُسر مالى وقت القيد.

٢ - تمكين المستثمرين من معرفة أسعار أوراقهم، والتى تكون موضع تساؤل من البنوك التى تقدم قروضًا بضمان تلك الأوراق المالية، إذ يمكنها تتبع قيمتها فى سوق مستمرة ومفتوحة (البورصة).

٣ - تمكين المستثمرين من تحويل اوراقهم المالية إلى نقدية بسرعة وسهولة.

٤ - يحمى تداول الأوراق المالية فى بورصات منظمة المستثمرين من خطر التقلبات العنيفة للأسعار، التى يتعرضون لها فى حالة الأوراق غير المقيدة.

٥ - يضمن قيد الأوراق المالية بالبورصة للمستثمرين عنصر الشفافية والإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة عن طريق القوائم المالية التى تلزم البورصة الشركات بنشرها.

ثانيا: مزايا القيد بالنسبة للشركات:

١- يؤدى قيد الأوراق المالية فى البورصة إلى توزيع الاصدارات على نطاق واسع، مما يؤدى إلى خلق اهتمام كبير بين الجمهور فيما يتعلق بنمو الشركة ونجاحها.

---

(١) د. جميل أحمد توفيق، الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعارف، ١٩٦٣، ص ٢٩.

٢ ـ يعتبر قيد الأوراق المالية فى جداول الأسعار والنشرات المختلفة التى تصدرها البورصة بمثابة إعلان دائم عن الشركة.

٣ ـ يعمل القيد على تعريف جمهور المستثمرين بالشركة وأوراقها المالية، وهذه الحقيقة تسهل من عمليات التمويل فى المستقبل (أى عند إصدار أوراق مالية جديدة).

والجدير بالذكر أنه على الرغم من المزايا السابقة فكثير من شركات المساهمة غير مقيدة بالبورصة، ولعل ذلك يرجع إلى أن هذه الشركات لا ترغب فى توزيع أوراقها المالية على نطاق واسع، أو قد لا يرغب البعض الآخر فى تقديم المعلومات والبيانات التى تطلبها البورصة فى حالة القيد، أو أن بعض الشركات لا يتوافر فيها الشروط المقررة والضرورية للقبول فى البورصة.

جدول رقم (١)

الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية

	نهاية يونيو ١٩٩٩			نهاية يونيو ٢٠٠٠		
	عدد الشركات بالوحدة	القيمة الاسمية لرءوس الأموال	القيمة السوقية لرءوس الأموال	عدد الشركات بالوحدة	القيمة الاسمية لرءوس الأموال	القيمة السوقية لرءوس الأموال
الإجمالى	٩٦٠	٤٠٨٩٧	٩٤٨٤٣	١٠٣٦	٦٩٥٣٥	١٩٧٣٤
شركات مقيدة بالجداول الرسمية	١٣٧	٨٠٢٤	٢٨٦٩١	١٤٢	١٠٦٠٣	٢٥٦٢٨
شركات مقيدة بالجداول غير الرسمية	٨٢٣	٣٢٨٧٣	٦٦١٥٢	٨٩٤	٥٨٩٣٢	٩٤١٠٦

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال.

ومن الملاحظ أيضًا أن عدد الشركات المقيدة بالجدول غير الرسمى تبلغ أضعاف عدد المقيدة بالجدول الرسمى،جدول رقم (١) وقد يرجع ذلك إلى رغبة أصحاب الشركات فى عدم تداول أسهمها إلا داخل نطاق مغلق من الأقارب والمعارف، أو أن بعض الشركات لا يتوافر فيها شروط القيد بالجداول الرسمية للبورصة، وقد بلغ عدد الشركات المقيدة ١٠٣٦ شركة فى نهاية يونيو ٢٠٠٠ منها ١٤٢ شركة مقيدة بالجداول الرسمية و٨٩٤ شركة مقيدة بالجداول غير الرسمية، وقد بلغت القيمة السوقية لرؤوس أموال الشركات المقيدة بالجداول الرسمية ٢٥,٦ مليار جنيه فى نهاية يونيو ٢٠٠٠ لتصل الى ١٠,٦ مليار جنيه، وبالنسبة للشركات المقيدة بالجداول غير الرسمية، فقد زادت القيمة السوقية لرؤوس أموالها لتصل الى ٩٤,١ مليار جنيه، وقيمتها الإسمية، ٥٨,٩ مليار جنيه وذلك فى نهاية يونيو ٢٠٠٠ .

٤- أحكام عامة لتداول الأوراق المالية فى البورصة فى قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

أ - حظر القانون تداول الأوراق المالية المقيدة فى أية بورصة خارجها وإلا وقع التداول باطلًا، وأوجب الإعلان فى البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة، وذلك وفقًا للقواعد التى يصدر بتنظيمها قرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للإستثمار.

ب - أوجب القانون أن يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك (شركات الوساطة) وإلاّ وقع التعامل باطلًا، وتضمن الشركة سلامة العملية التى تتم بواسطتها.

ج - أجاز القانون صدور قرار من رئيس البورصة بوقف، عروض وطلبات التداول التى ترمى إلى التلاعب فى الأسعار، وإلغاء العمليات التى تعقد بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذًا لها أو التى تتسم بسعر لا مبرر له، كما أجاز له وقف التعامل على ورقة مالية، إذا كان من شأن إستمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه،

كما أعطى القانون لرئيس هيئة سوق المال حق إتخاذ نفس الإجراءات فى الوقت المناسب.

د - أجاز القانون لرئيس هيئة سوق المال إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حدًا أعلى وحدًا أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار الإقفال فى اليوم السابق على القرار، وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين فى جميع بورصات الأوراق المالية، وأوجب على رئيس الهيئة إبلاغ القرار فور إتخاذه إلى وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية،وأعطى القانون للوزير الحق أن يوقف تنفيذه ويبين طريقة تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال فى البورصات.

هـ - أوجب القانون إنشاء صندوق خاص تكون له الشخصية المعنوية لتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية.

ونلاحظ من الأحكام العامة السابقة أن المشرع أعطى مرونة وسرعة فى إتخاذ القرار لكل من رئيس البورصة ورئيس هيئة سوق المال ووزير الاقتصاد، بعد أن نظم عملية التداول فى البورصة بدرجة عالية عن طريق الشركات المتخصصة وداخل مقصورة البورصة، لمنع أى تحايل أو إستغلال أو غش، ولاعطاء أكبر حماية للمتعاملين فى البورصة والمستثمرين، حتى يرتفع عامل الثقة والأمان، والذى يُعد من أهم الشروط اللازمة لجذب المدخرات للإستثمار فى البورصة.

٥- أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها :

تلعب البورصة دورًا هامًا بالنسبة للوحدات الإقتصادية التى ترغب فى إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة فى البورصة تعتبر مرشدًا لهذه الوحدات عند تسعير الأوراق المالية الجديدة فى السوق الأولية، كما أن وجود السوق الثانوية يُشجع الأفراد على شراء الأوراق المالية الجديدة من السوق الأولية نظرًا لإمكانية بيعها مرة أخرى عند الحاجة الى نقود.

كما تلعب البورصة دورًا هامًا فى تعبئة المدخرات وتوجيهها بشكل مباشر إلى الاستثمار فى القطاعين الصناعى والزراعى وغيرهما من القطاعات الهامة للإقتصاد القومى؛ هذا الى جانب قيام البورصة بدور هام فى تمويل الأنشطة الإنتاجية العامة والخدمات الحكومية، وذلك من خلال تدعيمها للسندات الحكومية التى تتداول فيها، فكون البورصة هى إحدى قنوات تمويل النشاط الإقتصادى مما يتضح معه أهميتها ودورها المؤثر فى نمو النشاط الاقتصادى، وما يصاحب هذا النمو من زيادة فى الناتج القومى ومتوسط دخل الفرد الحقيقى، ونظرًا لهذه الأهمية فقد أعطت كثير من الدول النامية مزيدًا من العناية ببورصة الأوراق المالية بها، بهدف تخفيف حدة ظاهرة قصور قنوات التمويل الداخلى عن مد المشروعات الهامة بإحتياجاتها الأساسية من الأموال اللازمة لتحريك أنشطتها التجارية، (مثل هونج كونج وسنغافورة) وبذلك تضمن هذه الدول توفير الأموال متوسطة وطويلة الأجل للمشروعات الإنتاجية، خاصة إذا عجز الجهاز المصرفى عن تحقيق ذلك لإعتبارات تحكمه، ولا نغفل ما تقوم به البورصة من دور هام يؤدى إلى إستقرار الأسعار إستقرارًا نسبيًا نتيجة التعامل شراءً وبيعًا بصفة منتظمة ويومية[1].

٦- كفاءة سوق الأوراق المالية:

حتى يقوم سوق رأس المال بتخصيص المدخرات لأفضل الإستثمارات لابد أن يكون كفء وهناك معيارين لكفاءة سوق الأوراق المالية هما:

أ- معيار الكفاءة التشغيلية:

وهى قدرة سوق الأوراق المالية على أداء وظائفه التشغيلية بأقل تكلفة معاملات ممكنة، بحيث يكون السوق مفتوح أمام جميع المستثمرين، وتكون هناك حرية الدخول والخروج من وإلى السوق، وفى مصر نجد أن سوق الأوراق المالية غير كفء من الناحية التشغيلية حيث توجد تكلفة

---

(١) د.سيد الهوارى، الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٦، ص ٣٧.

معاملات كبيرة تشمل مصاريف الإصدار، وعمولة شركات الوساطة (السمسار)، تكلفة الحفظ المركزى وغيرها، وكلها يتحملها المستثمر، ولذا فإن صغار المستثمرين ربما تحول تكلفة المعاملات بينهم وبين التعامل فى البورصة.

ب ـ معيار الكفاءة التسعيرية:

هى أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات ذات العلاقة بتلك الأوراق المالية، بحيث تعبر عن قيمتها الحقيقية، أو بمعنى آخر، السوق كفء من منظور تسعيرى لو أن جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين فى وقت واحد، بحيث لا يمكن لأى منهم أن يستأثر بمعلومات معينة، بحيث يحقق من ورائها أرباح غير عادية، وهنا يلاحظ أن الكفاءة التسعيرية تستلزم أن يكون هناك كفاءة تشغيلية إبتداء، كما أن هناك ثلاث مستويات للكفاءة التسعيرية على الوجه التالى:

ـ **المستوى الضعيف للكفاءة**: إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات التاريخية مثل أسعار الأوراق المالية للسنوات السابقة.

ـ **المستوى نصف القوى للكفاءة:** إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات الحالية المتاحة للنشر مثل القوائم المالية للشركة[1].

ـ **المستوى القوى للكفاءة:** إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات الخاصة غير المتاحة للنشر مثل خطة الشركة للإندماج.

وفى مصر لم يصل حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية إلى الدرجة التى تسمح بقياس كفاءته حيث لازال سوقاً بسيط، كما أن عدد الأسهم النشطة لازال بسيطاً، والأمل أن يزيد حجم التعامل والنشاط لأكبر عدد من الأسهم بحيث تزيد كفاءة السوق ويحقق وظيفته الاقتصادية.

---

(١) د. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل فى البورصة، مكتبة كليوباترا للطباعة، القاهرة، سنة ١٩٩٩،ص ٢٤ وما بعدها.

الفصل الثانى
نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية

إذا أردنا أن نتعمق فى دراسة بورصة الأوراق المالية يجب أولا : أن نتعرف على نشأة هذه البورصة ونلمس مراحل تطورها منذ نشأتها وحتى وضعها الحالى، وقبل ذلك يجب أن نلقى نظرة سريعة على نشأة البورصات بصفة عامة أى بورصات البضائع، ثم نعرض فى لمحة سريعة لمراحل تطور هذه البورصات، وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى بندين كما يلى:

١- نشأة البورصات وتطورها.

٢- نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية المصرية.

١ ـ نشأة البورصات وتطورها :

تعتبر البورصات عمومًا بشكلها الحالى من النظم الحديثة، غير أن أصول هذا النظام ترجع إلى الماضى البعيد، حيث تكونت النواة الأولى للبورصات من التطور الكبير الذى حدث للأسواق الصغرى والكبرى، فقد كانت الجماعات فى العصور الأولى من المدنية ـ طبقًا لنظام الإقتصاد العائلى ـ مستقلة بنفسها، قائمة بحاجاتها، حيث كانت الحاجات قليلة ومحدودة النطاق، فلما تعددت الحاجات وبدأ تقسيم العمل بشكل بسيط، شعر أعضاء الجماعة الواحدة بضرورة التلاقى فى أماكن معينة وأوقات محددة لتبادل المنتجات، وكانت تعقد بعض الأسواق لأهميتها مرة أو مرتين فى كل عام، كما وجدت أسواق أخرى صغيرة إسبوعية أو يومية، وكانت الأسواق الكبرى فى المناطق السهلة المسلك أو التى هى بطبيعتها الجغرافية فى ملتقى طرق متعددة، ووضع لهذه الأسواق من التشريعات ما يكفل سلامة أرواح التجار وأموالهم ومعاملاتهم، وأقيمت بجوارها مخازن كما وجد موثقون لتحرير عقود المعاملات بين التجار.

وكانت المرحلة الأخيرة لكل سوق عبارة عن عمليات دقيقة لتسوية الحسابات بين المتعاملين من شعوب مختلفة لكل منها نقده الخاص، وعندما تقترب مدة السوق من الإنتهاء تبدأ عمليات الصرافة التى يقوم بها الصيارفة ويبادلون مختلف النقود، ويتحولون عند الحاجة الى مُقرضين كما كانوا يقومون بعمليات المقاصة بين مختلف الديون والحقوق ويؤجلون الدفع للسوق المقبل، لذا إكتملت حركة البضائع بحركة كبيرة فى الأموال، فأصبح السوق للبضائع وللصكوك فى آن واحد، وكانت تدفع النقود فورًا عقب إستلام البضائع، ولما كان نقل النقود منبع خطر لأصحابها، أخذت تحل الأوراق التجارية مكان النقود، وبذلك كانت الأسواق مهدًا لتطور العمليات التجارية والمصرفية.

وبذلك مهدت الأسواق الكبرى لظهور البورصات التى كانت عبارة عن إجتماعات دورية فى مكان معين يغلب فيها أن تكون يومية بين التجار

وأشخاص متعاملين بالتجارة-سواء كانوا مقرضين أو وسطاء أو وكلاء- الغرض منها عقد عمليات تجارية بغير تقديم أو نقل للبضاعة أو دفع فورى لثمنها، وبذلك ظهرت البورصة، وقد عم إستعمال كلمة بورصة منذ القرن السادس عشر وكان التعامل فى البورصات قاصرًا فى بادئ الأمر على البضائع فحسب، حيث كانت أسواق الأوراق المالية فى الأسهم والسندات مجهولة، لأن الشركات المساهمة لم تكن قد إنتشرت بعد، ولم تكن قروض الحكومة كافية لتكوين هذه السوق، ولما إتسعت دائرة قروض الحكومات وتأسست المنشآت الكبيرة مما أوجد حركة قوية للتعامل فى الصكوك المالية من أسهم وسندات، ظهرت بورصات الأوراق المالية بجانب بورصات البضائع، وكان يجرى التعامل بالصكوك دون تنظيم على قارعة الطريق فى المدن الكبرى، التى عرفت بهذا النوع من التجارة إلا أنها إستقرت بعد ذلك فى أبنية خاصة بها، كسابقتها من بورصات البضائع، وأدت كثرة المضاربات التى قام بها السماسرة خلال القرن الثامن عشر لتدخل السلطات العامة بشأنهم، وإستقر بهم الأمر فى أوائل القرن التاسع عشر فى أبنية خاصة بهم فى البورصات ودخلت أعمالهم بذلك فى دور الانتظام[1].

٢- نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية المصرية:

نشأت بورصة الأوراق المالية المصرية على نمط بورصات مختلف البلدان كمرحلة لاحقة لبورصة البضائع.

وقد أنشأت البورصة بالمبادرة من القطاع الخاص حيث كان السماسرة يجتمعون لعقد الصفقات فيما بينهم على قارعة الطريق، وفى بعض المقاهى مثل مقهى نيوبار بميدان الأوبرا بالقاهرة منذ عام ١٨٨٣م، حيث لم تكن المعاملات تخضع لقواعد مدونة وإنما طبقًا للعادات والتقاليد التى يألفونها، ولم تفلح الجهود فى خلق سوق منظمة لرأس المال فى

---

(١) د. ناجى خشبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى بالمنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٢٣٩ وما بعدها.

نهاية القرن التاسع عشر نتيجة لعدم كفاية الأوراق المتداولة لسير العمل فى بورصة منظمة وعدم وجود دور واضح للإدارة الإقتصادية فى خلق سوق المال، الاّ أنه نتيجة للتطورات الإقتصادية التى شهدتها مصر فى أوائل القرن العشرين نتيجة لإرتفاع قيمة الأراضى الزراعية، وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية للإستثمار فى مصر، وإنتشار الشركات المساهمة خصوصا فى مجال إستصلاح الأراضى والتعمير، مثل شركة مساهمة البحيرة وشركة كوم امبو للاستصلاح والتعمير وبعض البنوك، ويوضح الجدول رقم (٢) بعض الشركات والبنوك التى أنشأت خلال الفترة من ١٨٨٠ حتى ١٩١١ موضحًا سنة الانشاء وعدد الأسهم ورأس المال، وقد استمر نشاط إنشاء الشركات المساهمة فى الزيادة المضطردة مما هيأ المناخ الملائم لنمو وتطور نشاط سوق الأوراق المالية حينذاك.

جدول رقم (٢)
الشركات والبنوك التى أنشئت فى مصر وسنة الأساس وراس المال وعدد الأسهم المصدرة خلال الفترة ١٨٨٠ إلى ١٩١١

م	اسم الشركة	سنة الإنشاء	راس المال	عدد الأسهم المصدرة
	أولا: شركات تنمية الأراضى الزراعية وهو من أهم المجالات الاستثمارية فى ذلك الوقت:			
١	البنك العقارى المصرى سنة ١٨٨٠ وذلك لتقديم الائتمان اللازم للنشاط الزراعى	١٨٨٠	٨ مليون جنيه	٤٠٠ ألف سهم
٢	شركة مساهمة البحيرة لتنمية الأراضى الزراعية	١٨٨١	٧٥٠ ألف جنيه	١٥٠ ألف سهم
٣	الشركة العقارية المصرية	١٨٩٦	١١٦ ألف جنيه	٢٩ ألف سهم
٤	شركة المباحث والأعمال المصرية	١٩٠٤	١٢٧٥٢٠ جنيها	١٢٧٥٢ سهما
٥	شركة وادى كوم أمبو	١٩٠٤	٧٥٥ر١مليون	٤٥٠ ألف سهم
٦	شركات بنك الأراضى المصرى	١٩٠٥	مليون جنيه	٢٠٠ ألف سهم
٧	الشركة الإنجليزية المصرية لتجزئة الأراضى	١٩٠٥	٦٠ ألف جنيه	٤٠ ألف سهم
٨	شركة الغربية العقارية	-	-	-
٩	شركة الشيخ فضل لاستصلاح الأراضى	-	-	-
١٠	شركة الاتحاد العقارى المصرى	-	-	-
١١	شركة الأعمال المصرية لأراضى البناء الزراعية	-	-	-
١٢	شركة ترام الإسكندرية	١٨٩٧	-	-
١٣	شركة النيل الصناعية	١٨٩٩	-	-
١٤	شركة الفنادق الأهلية المصرية	١٨٩٩	-	-
١٥	شركة فنادق مصر الكبرى	١٨٩٩	-	-
١٦	شركة فنادق الوجه القبلى	١٨٩٩	-	-
١٧	الشركة المحلية لمبانى الإسكندرية	١٩٠٥	-	-
١٨	شركة أراضى القبارى	١٩٠٧	-	-
١٩	شركة المعادى العقارى	١٩٠٤	-	-
٢٠	شركة سكة حديد مصر الكهربائية	١٩٠٦	-	-
	ثانيًا: أما فى القطاع الصناعى فقد أُنشئ العديد من الشركات منها:			
٢١	شركة أقطان كفر الزيات	١٨٩٤	-	-
٢٢	شركة الملح والصودا المصرية	١٨٩٩	-	-
٢٣	شركة المكابس المصرية العمومية	١٨٨٩	-	-
٢٤	شركة المخازن المصرية العمومية	١٨٨٩	-	-
٢٥	شركة الغزل الأهلية	١٩١٢	٥٦٦٥٥٠٠	قيمة السهم
٢٦	شركة آبار الزيوت الإنجليزية	١٩١١	جنيه استرلينى	جنيه واحد

المصدر، سيد أحمد، نبيل عبد الحميد، النشاط الاقتصادى للأجانب وأثره فى المجتمع المصرى، القاهرة ١٩٨٢.

فقد حفزت هذه التطورات السماسرة ورجال الأعمال على بذل المزيد من الجهد والمحاولات لإنشاء سوق الأوراق المالية والتى بدأت نشاطها فى الإسكندرية سنة ١٩٠٣م، وفى القاهرة سنة ١٩٠٧م من خلال شركة تم إنشاؤها بالتعاون مع نقابة السماسرة، وقد كان تنظيم شئون التعامل فى الأوراق المالية وقيدها فى جدول الأسعار وتنظيم العلاقة بين السماسرة والجمهور يتم عن طريق نقابة السماسرة وهى التى تنظم العمل فى البورصة.

وكان لحدوث الأزمة العنيفة عام ١٩٠٧ للبورصة حيث تدهورت السوق وأفلست الشركات - نتيجة المضاربات بعقود البيع الآجل - التى نمت خلال سنوات الإزدهار، وترجع هذه الأزمة إلى ان الأسس والقواعد التى وضعها السماسرة لإدارة وتنظيم البورصة كانت قواعد غير مدونة، ولم تقوى السوق على مواجهة تيارات المضاربة الشديدة مما أثر تأثيرًا كبيرًا على سوق الأوراق المالية، وكان لحدوث هذه الأزمة أكبر الأثر لظهور فترة الإصلاح النقدى سنة ١٩٠٩ ووضع أول لائحة للبورصات بالأمر العالى سنة ١٩٠٩م، وتم إصلاح سوق الأوراق المالية وتنظيمها ووضع القواعد والأسس التى تحكم سير العمل بها(١).

وقد تم إغلاق البورصة أثناء الحرب العالمية الأولى من سنة ١٩١٤م حتى سنة ١٩١٦م حيث أعيد إفتتاحها، وتم وضع لائحة جديدة للبورصة سنة ١٩٣٣م، وقد خضعت سوق المال فى مصر للنفوذ الأجنبى ونظام الإمتيازات الأجنبية مما أدى إلى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى مصر وإنتشار الشركات الأجنبية، وإستمر الوضع كذلك حتى إلغاء الإمتيازات الأجنبية سنة ١٩٣٧، فتم تحويل الدين العام إلى قرض وطنى معظم أوراقهُ فى حيازة المصريين، كما شجعت الحكومة المواطنين على تملك أسهم الشركات، وقد لعب بنك مصر دورًا هامًا فى تأسيس الشركات

---

(١) د.عبد الحميد صديق، سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الاقتصاد القومى، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٤، ص ٨٦ .

الوطنية ودعم الصناعة المصرية، ونتج عن ذلك ظهور طبقة جديدة من المتعاملين فى سوق الأوراق المالية، وقد تم تعديل لائحة البورصة عام ١٩٤٠م .

وقد ظلت سيطرة الأجانب واليهود على سوق المال فى مصر حتى تم تمصير المصالح الأجنبية فى مصر عقب ثورة يوليو ١٩٥٢، وصدر القانون ٣٢٩ لسنة ١٩٥٣ الذى قضى بعدم جواز التعامل بالأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمى أو خارجة إلاّ من خلال السماسرة المقيدين بالبورصة ضمانًا لإنتظام العمل بسوق الأوراق المالية، وبعد تأميم قناة السويس سنة ١٩٥٦ أصدرت السلطات القانون ١٦١ لسنة ١٩٥٧ بوضع لائحة جديدة لسوق الأوراق المالية لتكون السوق ملائمة للأوضاع الجديدة فى الإقتصاد القومى(١).

إلا أن صدور القوانين الاشتراكية عام ١٩٦١م والتحولات الإشتراكية، وتوسيع قاعدة القطاع العام أصاب سوق المال فى مصر بالشلل التام خاصة بعد صدور القانون ١١٦ لسنة ١٩٦١م الخاص بتعطيل العمل ببورصتى القاهرة والاسكندرية لمدة شهرين ومنع نقل ملكية الأسهم، مما أدى إلى وجود حالة من عدم الثقة وإتجاه معظم المتعاملين إلى تصفية مراكزهم، فهبطت أسعار الأوراق المالية، وتدهورحجم التعامل، مما أدى إلى تراجع سوق المال فى مصر وتقلص دورها فى تعبئة المدخرات،وإنحسار دور القطاع الخاص فى النشاط الإقتصادى،ولم تعد السوق أداة لإستيعاب الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات(٢).

ومع التحولات الجديدة فى السياسة الاقتصادية خلال مرحلة الانفتاح والتحرر الاقتصادى بعد حرب ١٩٧٣م، كان للإدارة الإقتصادية دورًا مؤثرًا

---

(١) د. حسنى المصرى، شركات الإستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة ١٩٨١م.

(٢) محمد سامح عبد الهادى، دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الإستثمارات، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنوفية، كلية التجارة، سنة ١٩٩٥، ص ١٧٢.

فى إعادة الثقة إلى سوق المال فى مصر من خلال مجموعة من القوانين والتشريعات والإجراءات التى تم إتخاذها فصدر القانون٤٣ لسنة١٩٧٤م المعدل بالقانون٣٢ لسنة ١٩٧٧م الخاص بإستثمار رأس المال العربى والأجنبى، وتبوأ القطاع الخاص مكانة كبيرة فى النشاط الإقتصادى حيث تم إطلاق الحد الأقصى للأرباح الموزعة للشركات المساهمة بعد أن كانت محددة بنسبة ١٠٪ فى السابق، وتشجيع الشركات المساهمة الجديدة على القيد فى البورصة، كما تم تعديل قانون النقد الأجنبى بشأن التعامل فى الأوراق المالية بأن سمح للبنوك بتحويل حصيلة بيع الأوراق المالية المسدد مقابلها بالنقد الأجنبى، كما سمح بالإفراج عن النقد الأجنبى لتحويل قيمة كوبونات وفوائد الأوراق المالية المصرية المملوكة للأجانب المقيمين بالخارج، كما تم السماح بالتعامل فى سوق الأوراق المالية بالعملات الأجنبية، ثم كللت هذه الإجراءات بصدور القرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩م بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بغرض تنظيم وتنمية سوق المال فى مصر ومراقبة حسن قيامها بوظائفها، كما صدر قانون الضرائب رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١م ليمنح حوافز جديدة للإستثمار فى الأوراق المالية حيث أعفى أرباح الأسهم من الضرائب بنسبة ٥٠٪ ثم القانون١٥٩ لسنة ١٩٨١م بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة، ونظم شركات الأموال بإعتبارها الشكل الأقدر على تجميع الأموال وإستثمارها فى المجالات المختلفة، ومن أهم أحكامه النص على إلزام شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بقيد أوراقها المالية من أسهم وسندات فى سوق الأوراق المالية، ويعد ذلك خطوة هامة لإنتعاشها، ثم صدر قانون الإستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩م وكان لقانون الإستثمار أكبر الأثر فى تنشيط بورصة الأوراق المالية(١).

---

(١) د.صلاح زين الدين، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموى المنشود، المؤتمر العلمى الثامن عشر للإقتصاديين المصريين ٧-٩ ابريل، سنة ١٩٩٤.

ثم صدر قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١م متبنيًا فلسفة إقتصادية وإجتماعية جديدة تختلف عن الفلسفة التى قامت عليها تشريعات القطاع العام السابقة(٢)، ثم صدر القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لسوق رأس المال بهدف تنشيط سوق رأس المال وإعادة الروح إلى سوق المال فى مصر، وكان من أهم إيجابياته إنشاء صناديق الإستثمار وصندوق تأمين ضد المخاطر غير التجارية للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، والسماح بإصدار أسهم لحاملها، ثم القانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ بضمانات وحوافز الإستثمار، وتوالت القرارات التنظيمية والإقتصادية الهامة حتى وصلت بورصة الأوراق المالية فى مصر إلى ما هى عليه الآن من تطور ورقى، ومازال أمام الإدارة الإقتصادية الكثير حتى تصبح بورصة الأوراق المالية فى مصاف البورصات العالمية وهو الأمل المنشود لكل مصرى.

---

(١) د.حسام الدين عبد الغنى، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية، مكتبة كلية الحقوق، سنة١٩٩٤، ص ٥٢ .

الفصل الثالث
عناصر بورصة الأوراق المالية

لما كانت بورصة الأوراق المالية هى المكان المحدد كسوق للأوراق المالية تنعقد فيه الصفقات فى أوقات محددة، كما تحكمها قوانين وقرارات ولوائح ذات طبيعة خاصة، فضلًا عن وجود الرقابة الشاملة المحكمة داخل البورصة والرقابة العامة عن طريق الهيئات الحكومية الخاصة (هيئة سوق المال)، كما يتم التعامل داخل البورصة عن طريق سماسرة كانوا قبل صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م أشخاصًا، وأصبحوا بعد صدور القانون فى يونيو ١٩٩٢ شركات أموال (مساهمة أو توصية بالأسهم) دون غيرهما، فإن مقومات هذه البورصة تنحصر فى عدة عناصر أولها الأوراق المالية محل السوق (السلعة) وهى عدة أنواع، ثم شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة فى هذه السوق (المنتج) ثم الهيئة المختصة بتنظيم هذه السوق (المنظم) ثم سماسرة الأوراق المالية ومعاونوهم (الوسطاء) وبذلك تكتمل عناصر البورصة لتكون جاهزة لإستقبال المتعاملين سواء أفراد أو شركات أو بنوك أو غيرهم. ونتناول هذه العناصر فى إيجاز.

وعلى ذلك تنقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى أربعة اقسام كالآتى:

أولا: وراق المالية.

ثانيا: شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة فى سوق الأوراق المالية.

ثالثا: الهيئة المختصة بتنظيم سوق الأوراق المالية (المنظم للسوق).

رابعا: سماسرة الأوراق المالية ومعاونيهم (الوسطاء).

أولا: الأوراق المالية

الأوراق المالية عبارة عن صكوك فى ملكية جماعية لشركة من الشركات أو حقوق ناتجة من عملية قرض أجرتها إحدى الشركات أو الشخصيات الإعتبارية العامة، بحيث يكون لحملة ذات الصكوك حقوق وإلتزامات متساوية[1]، وتتمثل أهم الأوراق المالية فى الأسهم والسندات وحصص التأسيس.

أ- الأسهم:

السهم عبارة عن صك يمثل مشاركة فى رأس مال الشركة المساهمة أو إحدى شركات الأموال عمومًا، ومن ثم يعتبر المساهم شريكًا فى الشركة بقيمة الأسهم التى شارك بها أى أن السهم هو صك يمثل حصة المساهم فى رأس مال الشركة[2]، ولكل سهم قيمة إسمية وقيمة سوقية، فالقيمة الإسمية هى القيمة التى يصدر بها السهم أصلا، أما القيمة السوقية فهى القيمة التى تتحدد فى سوق التداول وفقًا للعرض والطلب.

وتتميز الأسهم بعدة خصائص، أهمها ما يلى:

١- السهم عبارة عن أنصبة متساوية القيمة.

٢- السهم غير قابل للتجزئة.

٣- السهم صك قابل للتداول بالطرق التجارية.

وتنقسم الأسهم وفقا للشكل القانونى للسهم إلى نوعين:

١- أسهم إسمية: وهى الأسهم التى يُكتب فيها اسم مالكها وتنتقل ملكيتها بنقل قيدها فى سجل المساهمين.

٢- أسهم لحاملها: وهى الأسهم التى لا يذكر فيها اسم المساهم، وتتداول بالتسليم باليد دون الحاجة إلى إثبات التنازل فى دفاتر الشركة.

---

(١) د. محمود محمد فهمى، تطور سوق الأوراق المالية فى مصر ووسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومى، مذكرة رقم ١٣٣١، أكتوبر سنة ١٩٨٢، ص ٥.

(٢) د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية فى القانون الكويتى المقارن، دار الفكر العربى، سنة ١٩٧٨، ص ٤٠٣.

كما تنقسم الأسهم وفقًا للحقوق التى يمنحها السهم لمالكه إلى :

١- **أسهم عادية:** وهى الأسهم التى لا تعطى لمالكها إمتيازات غير عادية.

٢- **أسهم ممتازة :** وهى الأسهم التى تعطى لأصحابها حقوقًا أعلى مرتبة من تلك التى تمنحها الأسهم العادية مثل الأولوية فى الحصول على الأرباح، أو زيادة فى عدد الأصوات التى لحاملها فى الجمعية العمومية، أو الأولوية فى قبض قيمة الأسهم من أموال الشركة عند التصفية.

٣- **أسهم تمتع :** وهى الأسهم التى تمنحها الشركة للمساهمين عند استهلاك أسهمهم (أى رد قيمة الأسهم قبل إنقضاء أجل الشركة) وذلك حتى لا تنقطع صلة المساهم بشركته، وقد تخول الشركة لحملة هذه الأسهم حقوقًا فى الأرباح أو التصويت أو غير ذلك لكنها حقوق تأتى بعد حقوق المساهمين الذين لم تستهلك أسهمهم، بمعنى أن الحقوق التى تخول لحملة هذه الأسهم أقل مرتبة من حقوق حملة الأسهم العادية، وتصدر هذه الأسهم عادة عن الشركات ذات الإمتياز الحكومى، وهى الشركات التى ينص نظامها على إستهلاك أسهمها قبل إنقضاء أجل الشركة، وذلك بسبب تعلق نشاط هذه الشركات بإلتزام معين كإستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق لمدة معينة مثل شركات المياه والكهرباء[1].

ب- السندات :

السند هو صك قابل للتداول، تصدره الشركات والمؤسسات ذات الشخصية الإعتبارية، عن طريق الدعوة إلى الإكتتاب العام، ويتعلق بقرض طويل الأجل[2]. بمعنى أن السند هو صك قيمة مشاركة صاحبه فى القرض المقدم إلى الشركة أو الحكومة ومن ثم فهو صك مديونية

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧م، ص ٢٥.

(٢) د. مصطفى كمال طه، مبادئ القانون التجارى، الاسكندرية :مؤسسة الثقافة الجامعية. سنة١٩٧٩، ص ٣١٥ .

(وليس صك ملكية كما هو الحال فى الأسهم) وصاحبه دائن بقيمته للجهة التى أصدرته ويمكن إيجاز أهم خصائص السندات فيما يلى:

١ . السند يمثل دينًا على الشركة.

٢. للسندات آجال محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها.

٣. السند ورقة قابلة للتداول بالطرق التجارية.

٤. يحصل صاحب السند من الجهة التى أصدرته على فوائد سنوية محددة وثابتة طوال فترة القرض.

٥ . يتقدم حملة السندات على حملة الأسهم فى إستيفاء قيمة سنداتهم من أموال الشركة عند تصفيتها[١].

ويمكن تصنيف السندات على أساس القيمة التى تُدفع عند الاستهلاك إلى:

١ - **سندات عادية** : وهى التى تقوم الشركة المصدرة برد قيمتها الإسمية عند حلول آجالها.

٢ - **سندات ذات علاوة** : وهى التى تدفع الشركة عند إستهلاكها مبلغًا يزيد عن قيمتها الإسمية.

٣ - **سندات ذات النصيب** : وهى التى تتعهد الشركة بدفع مبلغ يزيد زيادة كبيرة عن القيمة الإسمية للسندات عند حلول آجالها، وذلك عن طريق القرعة للسندات التى تقرر إستهلاكها (حلول آجالها).

ج - حصص التأسيس:

هى صكوك تمنحها الشركات لبعض الأشخاص أو الهيئات بغير مقابل، ولكن نظير خدمات أو جهود أو مساعدات يؤدونها للشركات عند تأسيسها، وتعطى هذه الصكوك لأصحابها حق الحصول على نصيب من

(١) د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية فى القانون الكويتى المقارن، القاهرة، دار الفكر العربى، سنة ١٩٧٨، ص ٤٣٧.

الأرباح يحدده نظام الشركة، لذا يطلق عليها أيضًا "حصص الأرباح" وهى قابلة للتداول فى البورصة، ويتم التنازل عنها تبعًا لكونها إسمية أو لحاملها، وهذه الصكوك لا تدخل فى تكوين رأس مال الشركة، فهى لا تمثل نصيبًا من رأس المال، عكس أسهم المساهمين، ولما كانت هذه الحصص تقتطع من أرباح الشركة دون أن يشارك أصحابها فى تكوين رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها، فإن المشرع كثيرًا ما يتدخل لوضع قيود على إصدارها وتداولها وكيفية تحديد الأرباح التى تخصص لها[١].

وتتمثل أهم خصائص حصص التأسيس فيما يلى:

١ ـ حق المالك فى الحصول على نصيب من الأرباح الصافية للشركة، وتنص معظم التشريعات ألا يتجاوز نصيب أصحاب حصص التأسيس ١٠٪ من صافى الأرباح.

٢ – حصص التأسيس قابلة للتداول بالطرق التجارية، وذلك بعد مضى مدة معقولة من نشر ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر.

٣– لا يكون لأصحاب حصص التأسيس التدخل فى إدارة الشركة بأى وجه من الوجوه.

٤– لا يكون لأصحاب حصص التأسيس أى نصيب فى فائض التصفية عند حل الشركة أو تصفية موجوداتها[٢].

ثانيا: الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة فى سوق الأوراق المالية:

تعتبر الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم هى المصدر الرئسى الذى يغذى سوق الإصدار بالأوراق المالية فهى تعتبر المنتج الذى يغذى السوق بالسلع.

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، مرجع سبق ذكره، ص ٢٦.

(٢) د. مصطفى كمال طه، مبادئ القانون التجارى، الاسكندرية، مؤسسة الثقافة الجامعية، سنة ١٩٧٩، ص ٣٢٠.

وقد نصت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فى فصلها الأول فى مادته الأولى على أن يكون للشركة رأس مال مصدر، ويجوز أن يحدد النظام الأساسى للشركة رأس مال مرخصًا به، ويقسم رأس مال شركة المساهمة حصة الشركاء غير المتضامنين فى شركات التوصية بالأسهم الى أسهم إسمية متساوية القيمة فى كل إصدار، ويحدد نظام الشركة القيمة الإسمية للسهم بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه، ويشترط أن يكون رأس المال المصدر مكتتبًا فيه بالكامل.

ويشترط لصحة الإكتتاب سواء كان عامًا أو غير عام الشروط الآتية:

١ ـ أن يكون كاملا بأن يغطى جميع أسهم الشركة التى تمثل رأس المال المصدر فى شركات المساهمة أو الحصص والأسهم فى شركات التوصية بالأسهم.

٢ ـ أن يكون باتًا غير معلق على شرط وفوريًا غير مضاف إلى أجل، فإذا علق الإكتتاب على شرط، بطل الشرط وصح الإكتتاب وألزم المكتتب به، وإذا كان مضافًا الى أجل بطل الأجل وكان الإكتتاب فوريًا.

٣ ـ أن يكون جديًا لا صوريًا.

٤ ـ ألا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس من القيمة الإسمية للأسهم النقدية عن ربع القيمة.

٥ ـ أن تكون الأسهم التى تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة[١].

وقد اشترطت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على كل شركة ترغب فى إصدار أوراق مالية أن تخطر الهيئة العامة لسوق المال بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير فى إجراءات الإصدار.

---

(١) قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧، ص ٣٤ .

كما إشترطت اللائحة التنفيذية ألا يقل رأس المال المصدر عند التأسيس لكل من شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم التى تطرح أسهمًا لها للإكتتاب العام عن مليون جنيه، على ألا يقل ما يكتتب فيه المؤسسون عن نصف رأس المال المصدر، ولا يجوز أن يزيد رأس المال المرخص به للشركات التى تطرح أسهمًا لها فى إكتتاب عام على خمسة أمثال رأس المال المصدر(١).

كما إشترطت على كل شركة طرحت أوراقًا مالية لها فى إكتتاب عام أن تقدم على مسئوليتها إلى الهيئة بيانًا بالتعديلات التى تطرأ على نظامها الأساسى، ونسب المساهمات فى رأسمالها فور حدوثها، وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها خلال الشهر التالى لإنتهاء تلك المدة، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتى المركز المالى ونتيجة النشاط مصدقًا على ما ورد بهما من مراقب الحسابات، وذلك طبقًا للنماذج المرفقة بهذه اللائحة وطبقًا للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة الدولية(٢).

وقد إشترطت اللائحة التنفيذية فى مادتها رقم ١٢٤ أن تتخذ الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، وأوجبت عليها إمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لمباشرة نشاطها، وكانت فى مادتها ١٢٠ قد حددت الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية بأنها الشركات التى تباشر نشاطًا أو أكثر من الأنشطة الآتية:

أ - ترويج وتغطية الإكتتاب فى الأوراق المالية.

ب - الإشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقًا مالية أو فى زيادة رؤوس أموالها.

---

(١) المادة ٤١ من القرار رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ الصادر من وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال.

(٢) وقد تم إضافة تعديل على هذه المادة بوجوب تقديم قوائم مالية كل ثلاثة أشهر لإحكام الرقابة على الشركات.

ج ـ رأس المال المخاطر.

د ـ المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية.

ه ـ تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الإستثمار.

و ـ السمسرة فى الأوراق المالية.

ز ـ الأنشطة الأخرى التى تتصل بمجال الأوراق المالية ويحددها وزير الإقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة.

كما وضعت اللائحة التنفيذية حد أدنى لرأس المال المصدر لكل شركة من الشركات التى تباشر نشاطًا أو أكثر من الأنشطة المشار إليها على النحو التالى[1]:

١- ٢٥٠ ألف جنيه على الأقل لنشاط السمسرة فى الأوراق المالية لا يقل المدفوع منه مقدمًا عن الربع.

٢- ثلاثة ملايين جنيه على الأقل لكل نشاط من الأنشطة التالية لا يقل المدفوع منه عن النصف:

أ ـ نشاط ترويج وتغطية الإكتتاب.

ب ـ نشاط الإشتراك فى تأسيس الشركات التى تصدر أوراقًا مالية أو فى زيادة رؤوس أموالها.

ج ـ نشاط المقاصة والتسوية فى معاملات الأوراق المالية.

د ـ نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

٣ ـ خمسة ملايين جنيه على الأقل لنشاط صناديق الإستثمار مدفوعًا بالكامل.

---

(١) المادة ١٢٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال، الهيئة العامة للمطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧، ص ٨٥.

٤ ـ عشرة ملايين جنيه على الأقل لنشاط رأس المال المخاطر مدفوعًا بالكامل.

وقد وضع الحد الأدنى للشركات لضمان الجدية وحفاظًا على أموال المستثمرين وحمايتها.

ويوضح الجدول رقم (٣) بيان بالشركات الخاضعة للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المرخص لها، موزعة على الأنشطة المختلفة منذ صدور القانون ٩٥ لسنة ٩٢ ولائحته التنفيذية حتى ديسمبر سنة ٢٠٠١ .

جدول رقم (٣)

م	الأنشطة	العدد	رأس المال بالمليون جنيه
١	شركات السمسرة	١٤٥	٢١٢,٦
٢	ـ شركات تمارس أكثر من نشاط: ـ ترويج وتغطية الاكتتاب ـ تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية ـ الاشتراك فى تأسيس شركات ـ رأس المال المخاطر	٩٧	٤٢٥٠,٢
٣	صناديق الاستثمار (بنوك وشركات تأمين)	٢٠	٢٢٧,٥
٤	صناديق الاستثمار فى شكل شركة مساهمة	٦	٩٥
٥	مدير الاستثمار	١٤	١٧٨,٣
٦	إدارة السجلات	٢	٢,٠٠
٧	تقييم وترتيب الأوراق المالية	٢	١,٠٠
٨	تقييم وتحليل الأوراق المالية	١	٠,٥٥
٩	نشر المعلومات عن الأوراق المالية	٢	١,٥
١٠	المقاصة والتسوية	١	٣,٠٠
١١	التعامل والوساطة والسمسرة فى السندات	١	٢٠,٠٠
	إجمالى عدد الشركات ورأس المال بالمليون	٢٩١	٤٩٩١,٥٨

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي، سنة ٢٠٠١.

ثالثا: الهيئة المختصة بتنظيم سوق الأوراق المالية (المنظم للسوق):

تختص الهيئة العامة لسوق المال بتنظيم سوق الأوراق المالية فى مصر وهى هيئة عامة تتبع وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية، ومقرها القاهرة وقد أنشئت بالقرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ حيث بدأت نشاطها عام ١٩٨٠م وقد ورد بشأنها الباب الرابع كاملًا من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال ومن أهم المهام الموكلة إليها ما جاء بالمادة ٤٣ منه وحصرها فيما يلى:

١- تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ووجوب أخذ رأى الهيئة العامة لسوق المال فى مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.

٢- تنظيم والإشراف على دورات تدريبية للعاملين فى سوق رأس المال أو الراغبين فى العمل به.

٣- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها، وكشفها عن الحقائق التى تعبر عنها.

٤- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الإحتيال أو الإستغلال أو المضاربات الوهمية.

٥ - إتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذًا له.

وقد نصت المادة ٤٥ من القانون سالف الذكر على أن يشكل مجلس إدارة الهيئة من رئيس ونائب رئيس، ونائب محافظ البنك المركزى كعضو، وأربعة أعضاء من ذوى الخبرة يصدر بتعيينهم وتحديد مكافآتهم قرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على إقتراح وزير الإقتصاد، ويضع مجلس الإدارة قواعد التفتيش والرقابة على الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون، كما يضع نظام للغرامات التى يحكم بها تطبيقًا لأحكام هذا القانون على الشركات أو الأفراد المخالفة.

وقد نصت المادة ٤٩ من هذا القانون على أن يكون لموظفى الهيئة العامة لسوق المال، الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالإتفاق مع وزير الإقتصاد، صفة الضبطية القضائية فى إثبات الجرائم التى تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذًا له، ولهم فى سبيل ذلك الإطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات فى مقر الشركة، أو مقر البورصة، أو الجهة التى توجد بها، وبذلك أعطى القانون لهيئة سوق المال القوة اللازمة لتنفيذ أحكامه كما حدد وسائل تسوية المنازعات، وحق التظلم من قرارات الهيئة وحدده بثلاثين يومًا من تاريخ الإخطار أو العلم به.

دور الهيئة العامة لسوق المال فى تطوير وتنمية سوق الأوراق المالية:

قامت الهيئة العامة لسوق المال بجهود فى سبيل تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية وكان من أبرزها ما يلى:

١- إجراء دراسة موسعة وتنفيذها لتحديث البورصة، وتوفير المعدات اللازمة وتوفير شبكة إتصال بينها وبين شركات السمسرة وأجهزة سوق المال، مما يساعد على سرعة إجراء التعامل وإعطاء قدر من المرونة والحركة لهذه المعاملات.

٢- تهيئة شركات السمسرة والوسطاء للتطورات الحديثة فى مجال الأوراق المالية عن طريق تدعيم نظام التدريب المتخصص للعاملين فى سوق رأس المال أو الراغبين فى العمل به.

٣- وضع قواعد لتبسيط إجراءات التعامل فى الأوراق المالية وحماية المتعاملين فيها، ووضع مزيد من الضوابط على ورود المعلومات الكافية عن الشركات، وتشجيع الشركات الجديدة على قيد أوراقها المالية بالبورصة(١).

(١) أحمد محمد عبده، دور سوق الأوراق المالية فى دعم إمكانات التنمية الاقتصادية فى مصر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٨، ص ٥٨.

رابعًا: سماسرة الأوراق المالية ومعاونوهم (الوسطاء):

يقتصر إمتياز التعامل فى بورصة الأوراق المالية على المحترفين فقط وذلك طبقًا للقواعد والتقاليد المرعية، حيث لا تُقبل فاتورة عن الأوراق المالية إلا اذا كانت صادرة من سمسار معتمد طبقًا للقانون، فالعمليات التى تتم داخل البورصة لابد أن تكون بين السماسرة بعضهم ببعض، لذلك فالسماسرة هم عماد البورصة وقد يستعين السمسار بنوعين من المساعدين هما : المندوب الرئيسى والوسيط، وبالتالى يمكن القول أن هناك ثلاثة وسطاء للتعامل داخل البورصة، وهم السمسار والمندوب الرئيسى والوسيط وسنتناول كل منهم بإيجاز فيما يلى:

١-السمسار:

السمسار قبل صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م كان شخصًا ذا مؤهلات محددة ومواصفات معينة، يقوم بعقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية فى البورصة لحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشترى، أما بعد صدور هذا القانون فقد حظر عمل السمسار إلا من خلال شركة وساطة فى الأوراق المالية، ويباشر عمليات التداول بالبورصة ممثلًا لشركة السمسرة، تتوافر فيه شروط حددتها المادة ٨٩ من القانون المشار اليه على سبيل الحصر، من أهمها التمتع بالخبرة وإجتياز الإختبارات و الدراسات التى تنظمها هيئة سوق المال، وأن يكون حسن السمعة وأن يكون متفرغًا، وجدير بالذكر أن شركات السمسرة وممثليها يجب أن يكونوا على حياد تام عند عقد الصفقات، كما يحظر عليهم عقد عمليات لحسابهم الخاص.

٢-المندوب الرئيسى:

هو مستخدم يعمل بأجر عند إحدى شركات السمسرة ويُكلّف بمعاونة ممثل الشركة فى تنفيذ الأوامر فى المقصورة، ولا يجوز للمندوب الرئيسى أن يكون طرفًا فى العمليات التى تعقدها شركة السمسرة ولا أن يعمل لحسابه الخاص.

٣ ـ الوسيط :

وهو شخص مستقل مقيد عند شركة سمسرة، ويقوم بدور الوساطة بين الشركة والعملاء فيتلقى الأوامر منهم ويبلغها لشركة السمسرة، ويتقاضى الوسيط أجرة من شركة السمسرة على شكل عمولة تختلف قيمتها حسب الإتفاق بين شركة السمسرة والوسيط، ولا يجوز للوسيط أن يقوم بعقد الصفقات لحسابه الخاص.

وهناك نوعان من الوسطاء : الأول هم الوسطاء الذين لهم حق التعاقد وهؤلاء لهم حق دخول المقصورة بإسم شركة السمسرة التى يتبعونها ويعملون لحسابها وتحت مسئوليتها، والثانى هم الوسطاء الذين ليس لهم حق التعاقد، وهؤلاء يظل عملهم خارج نطاق المقصورة، ولا يجوز الجمع بين عمل المندوب الرئيسى والوسيط، ولا يجوز لأيهما أن يلحق بأكثر من شركة سمسرة واحدة، كما أنه محظور على كل من شركات السمسرة والمندوب الرئيسى والوسيط إفشاء أسرار العملاء أو إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت[1].

---

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة، كلية الحقوق، العدد الرابع، أكتوبر سنة ١٩٨٨، ص ٥٨ .

الفصل الرابع
علاقة بورصة الأوراق المالية بباقى عناصر سوق المال

تلعب العناصر التى يشملها سوق المال دورًا فعالًا فى التأثير على كل من الطلب والعرض بسوق الأوراق المالية، فبقدر مساهمة الأجهزة الداخلة فى هذه الأسواق فى بناء الطاقات الإنتاجية فى المجتمع، من خلال ما يتوافر لديها من مدخرات وما تقدمه من قروض ومساهمات للمشروعات الإنتاجية، بقدر ما يزداد دورها فى تنمية سوق الأوراق المالية.

ويشمل سوق المال فى مصر ثلاث أسواق فرعية:

١ ـ سوق النقد.

٢- سوق رأس المال بخلاف سوق الأوراق المالية.

٣- سوق الأوراق المالية.

وكل نوع من هذه الأسواق له مميزاته ومنظماته وأدواته وسياسته الخاصة، ومن المسلم به أن تكون هناك علاقات تبادلية بين هذه

الأسواق، فكل من هذه الأسواق يؤثر على الأسواق الأخرى ويتأثر بها.

ومن الطبيعى أن يكون هناك تنسيق وتكامل بين هذه الأسواق حتى يمكن تحقيق الكفاءة فى إستخدام المدخرات المحلية وجذب الإستثمارات الأجنبية.

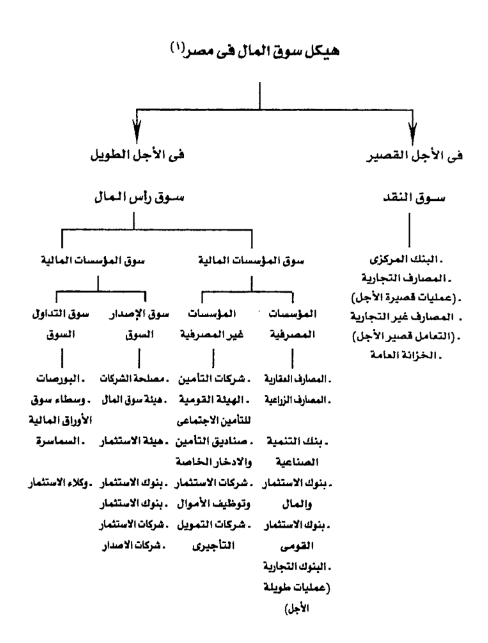
ويتناول هذا الفصل دراسة العلاقة بين بورصة الأوراق المالية من ناحية وباقى عناصر سوق المال أى سوق النقد وسوق رأس المال بخلاف الأوراق المالية من ناحية أخرى، حتى نتبين أنسب السبل إلى تحقيق أعلى كفاءة إقتصادية لبورصة الأوراق المالية وأيسر السبل لتنشيطها، بما يدعم باقى عناصر سوق المال وبالتالى نصل إلى إقتصاد قوى.

وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الفصل الى مبحثين كالآتى:

المبحث الأول: علاقة سوق الأوراق المالية بسوق النقد.

المبحث الثانى: علاقة سوق الأوراق المالية بسوق رأس المال (أموال متوسطة وطويلة الأجل)

هيكل سوق المال فى مصر[1]



(١) د. السعيد فرحات، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٨٧.

المبحث الأول
علاقة بورصة الأوراق المالية بسوق النقد

يمكن تعريف أسواق النقد بأنها "تلك السوق التى تتداول فيها الأصول المالية قصيرة الأجل، أى أجل إستحقاقها لا يزيد عن سنة مثل أذون الخزانة»[1]، وعلى ذلك فإن أهم المنظمات التى تدرج فى سوق النقد بمصر هى :

أولا : البنك المركزى.

ثانيا : البنوك التجارية.

ثالثا : البنوك غير التجارية (للمعاملات قصيرة الأجل) وسنتناول بإيجاز علاقة كل منها ببورصة الأوراق المالية.

أولا : البنك المركزى:

يقع البنك المركزى فى قمة سوق النقد، فهو المهيمن عليه سواء فيما يؤديه من وظائف بنفسه أو بماله من سلطات على باقى منظمات سوق النقد، ويهدف بصفة عامة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادى والمالى

---

(١) د. سيد الهوارى، الادارة المالية، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٦، ٣٨.

والنقدى فى الدولة بالإضافة إلى دوره الأساسى فى تحقيق التنمية الاقتصادية، وفى سبيل ذلك يمارس البنك المركزى مجموعتين من الوظائف:

الأولى: ترتبط بالإقتصاد القومى ككل .

الثانية: ترتبط بالمصارف التجارية على وجه الخصوص، ولذلك كفلت الدولة للبنك المركزى سلطات واسعة(1).

فهو يضطلع على مستوى الإقتصاد القومى بمسئولية موازنة سعر الصرف للعملة الوطنية، والقيام بعمليات السوق المفتوحة المتمثلة فى بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية بغرض التحكم فى كمية النقود ووسائل الدفع، فضلًا عن وضع شروط الائتمان لمجالات محددة من النشاط فى مقدمتها الإئتمان العقارى من أجل التحكم فى الموارد التى توجه إلى تلك الأنشطة، والبنك المركزى هو الوكيل المالى للحكومة ممثلًا فى مسك الحسابات الجارية، وتسهيل تحصيل الضرائب والرسوم بتسهيل سداد الممولين عن طريقه، وبيع وشراء الأوراق المالية التى تصدرها الحكومة ودفع الفوائد المستحقة، كذلك مشاركة الحكومة فى مسئولية نقل النقود داخل الدولة، وهو يقوم بالمساهمة الأساسية فى تمويل خطط التنمية الإقتصادية والإجتماعية، هذا على مستوى الإقتصاد القومى، أما وظائف البنك المركزى المتصلة بالمصارف التجارية فأهمها هو إصدار أوراق النقد (البنكنوت)، ويراعى البنك المركزى توازن المسحوبات النقدية مع حجم الودائع التى تدخل الخزينة يوميًا، فقد ينشأ عن الظروف الطارئة خلل فى هذا التوازن مما قد يضطر بعض المصارف التجارية إلى طلب نقود ورقية من البنك المركزى، فإن لم توجد كميات كافية، كانت الحاجة إلى إصدار كميات إضافية وذلك ضرورى لتحقيق الإستقرار النقدى والذى يمثل إحدى دعائم إستقرار الإقتصاد القومى.

---

(1) د. السعيد فرحات، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٩٤ .

ومن وظائف البنك المركزى المتصلة بالمصارف التجارية أيضًا منح الإئتمان للبنوك التجارية، فيمكنه تقديم قروض مباشرة مقابل رهونات، كذلك يمكنه شراء الأوراق المالية الحكومية من المصارف التجارية فييسر لها تحويل تلك الأوراق إلى نقدية بسرعة دون التعرض لخسائر رأسمالية، كما يقوم البنك المركزى بوظيفة هامة هى إلزام كافة المصارف بالإحتفاظ بمجموعة من الأصول فى شكل نقدى أو شبه نقدى يمكن تحويلها بسرعة إلى نقدية لمقابلة الإلتزامات المصرفية قصيرة الأجل، ومن أهم الأصول شبه النقدية الأوراق المالية وخاصة الأوراق المالية الحكومية وأذون الخزانة[1].

مما تقدم يتضح أن الأوراق المالية تلعب دورًا هامًا فى معاملات البنك المركزى ووظائفه، فهى تعتبر أحد أهم وسائل أو أسلحة البنك المركزى فى توجيه الإئتمان والرقابة عليه من خلال عمليات السوق المفتوح والتى تتمثل -كما سبق وأشرنا- فى قيام البنك المركزى ببيع وشراء الأوراق المالية وخاصة الحكومية بغرض التحكم فى كمية النقود، فضلًا عن دورها فى تمكين البنك المركزى من الحفاظ على توفير السيولة اللازمة للمصارف التجارية فى حالات الطوارئ، بشرائه هذه الأوراق من المصارف فييسر لها تحويل تلك الأوراق إلى نقدية بسرعة دون التعرض لخسائر رأسمالية.

إن الظروف والمتغيرات الحالية والمستقبلية تستدعى زيادة دور البنك المركزى فى تنشيط البورصة بإستخدام وظيفة عمليات السوق المفتوحة بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية وأيضًا بهدف علاج أزمة الكساد والركود، وهو ما يعنى أهمية توسع البنك المركزى فى شراء الأوراق

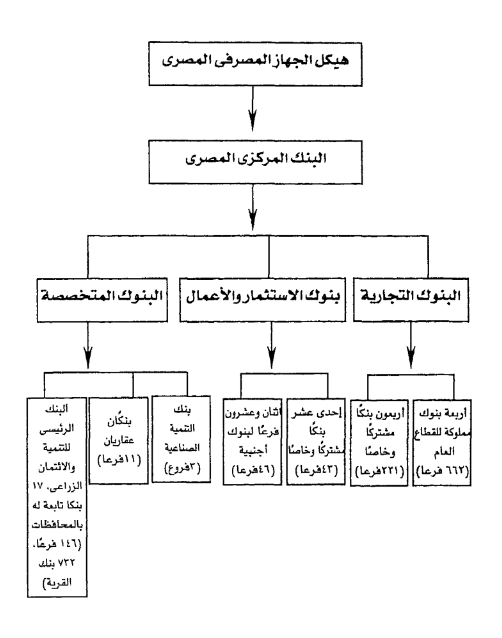
---

(١) يلزم البنك المركزى جميع المصارف بالإحتفاظ بمجموعة من الأصول فى شكل نقدى او شبة نقدى بحوالى ١٥٪ من رأسمالها لمقابلة الإلتزامات قصيرة الأجل. وتعد الأوراق المالية من الأصول شبة النقدية.

المالية من البنوك، مما يؤدى إلى زيادة قدرة البنوك على التوسع فى الإقراض والإستثمار وتخفيض سعر الفائدة ومن ثم تنشيط سوق الأوراق المالية، وعلاج مشكلة السيولة لدى البنوك وحل أزمة الركود الاقتصادى[٢].

---

(١) د. لطف الله إمام صالح، منظومة سوق المال المصرية، دار الكتب والوثائق القومية، رقم ى ١٤٥١٧٦سنة ٢٠٠١، ص ٦٣ وما بعدها.



المصدر: البنك المركزى المصرى

ثانيا: البنوك التجارية :

تمثل المصارف التجارية عصب سوق النقد وتنقسم إلى مجموعتين هما:

١- بنوك تجارية قطاع عام وهى أربعة : البنك الأهلى المصرى، بنك مصر، بنك القاهرة، بنك الإسكندرية -وكلها مملوكة بالكامل للدولة-ولها النصيب الأعظم من أنشطة المصارف التجارية فى مصر.

٢- بنوك تجارية بدأ إنشاؤها بعد تطبيق سياسة الإنفتاح الإقتصادى فى منتصف السبعينات، وكذلك بنك فيصل الإسلامى المصرى والمصرف الإسلامى الدولى للإستثمار والتنمية وقد تم إنشاؤهما وفقًا لقانون خاص.

ويعرف قانون المصارف رقم ١٢٥ لسنة ١٩٧٥ البنك التجارى بأنه البنك الذى يمارس أنشطة قبول الودائع تحت الطلب، وتمويل العمليات الداخلية والخارجية، وتقديم الخدمات اللازمة لخطط التنمية الإقتصادية والإجتماعية ويمارس أنشطة مستحدثة لجذب المدخرات والإستثمارات المالية داخليًا وخارجيا، وتتعامل هذه المصارف بالعملة المحلية والعملات الأجنبية.

والوظيفة الأولى والأساسية للبنوك التجارية هى قبول ودائع تحت الطلب وتيسير القروض والسلفيات القصيرة الأجل لتيسير حركة الأنشطة التجارية وما يصاحبها من إلتزامات وإجراءات، فتقوم المصارف التجارية بتجميع المدخرات فى شكل ودائع من الأفراد والمنظمات وإبتكار صيغ وأساليب جديدة لجذب هذه الأموال الزائدة سواءً بالعملة المحلية أو العملات الأجنبية، على أن تدفع لأصحابها فوائد عدا الحسابات الجارية، ويصدر البنك المركزى تعليمات بخصوص أسعار الفائدة مع ترك الحرية للبنوك فى تحديد أسعارها على ودائعها فى حدود معينة.

فكما أن الأوراق المالية تعد سلاح البنك المركزى فى توجيه الإئتمان والتحكم فى كميات النقود داخل الأسواق عن طريق السوق المفتوح بالبيع والشراء للأوراق المالية من البنوك التجارية أو عملائها، فإن الأوراق المالية تعد من أهم أساليب البنوك التجارية فى الإستثمار السريع لرؤوس الأموال المودعة لديها وتحقيق عوائد وأرباح رأسمالية كبيرة وإن كانت تحمل الكثير من المخاطر خاصة الأسهم، إلاّ أن صغر حجم الأموال المستثمرة فى الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية بالنسبة لأصول البنوك، وعدم تدويرها خوفاً من تحقيق خسائر، له أكبر الأثر السلبى على سوق الأوراق المالية، لما للبنوك التجارية من أهمية فى جذب جانب كبير من مدخرات المجتمع.

كما أن التحركات فى أسعار الفائدة الدائنة (على الودائع) لها أثر عكسى على الطلب على الأوراق المالية، فرفع أسعار الفائدة على الودائع (بإعتباره تكلفة الفرصة البديلة) يؤدى إلى نقص الطلب على الأوراق المالية، كما أن خفض أسعار الفائدة يؤدى إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية وإنتعاش سوق الأوراق المالية.

ومما تقدم تتضح أهمية التنسيق بين الأدوات المستخدمة فى سوق النقد والأدوات المستخدمة فى سوق الأوراق المالية، حتى تصب الفائدة فى صالح الإقتصاد القومى ككل وليس لصالح أحد الأسواق على حساب سوق أخرى بما يضر الإقتصاد ككل.

وللبنوك التجارية دور كبير فى تنشيط البورصة بالإضافة إلى دورها الإستثمارى المتمثل فى قيامها ببيع وشراء الأوراق المالية التى تتضمنها محافظها المالية، فهى تقوم بدور الوسيط المالى الذى يقدم العديد من الخدمات منها، إنشاء أو المساهمة فى إنشاء الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، وتغطية الإكتتابات فى الشركات المساهمة، وبيع الأسهم العادية للشركات القابضة الممثلة لحصتها فى رأسمال ما يتبعها من

شركات، وتقديم قروض للعملاء لتمويل عمليات الإكتتاب فى الأسهم، سواء فى عملية الإصدار الأول أو فى الإصدار الثانى، وإدارة محافظ الأوراق المالية للعملاء من حيث الإحتفاظ بالأوراق المالية وتحصيل الكوبونات وتوزيع الأسهم وبيع وشراء الأوراق المالية لصالح العميل كمستثمر مالى، وتقديم خدمات الإستشارات المالية والإقتصادية بما يساهم فى نشر الوعى المالى للجمهور مما يدفعهم إلى حيازة الأسهم والسندات ووثائق الإستثمار، وإعداد دراسات الجدوى الإقتصادية، وإنشاء صناديق الإستثمار، وعلى ذلك فالجهاز المصرفى يلعب دورًا محوريًا فى نشاط البورصة[1].

ثالثا: البنوك غير التجارية (التعامل قصير الأجل):

والمقصود بذلك بنوك الإستثمار والأعمال والبنوك المتخصصة، ورغم أن دور هذه البنوك أساسًا هو تمويل الإستثمارات المحلية وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وأذون الخزانة، وتكوين الشركات، وبالتالى زيادة نشاط وإنتعاش سوق الأوراق المالية وما يؤدى إليه من زيادة التنمية الإقتصادية[2]، إلاّ أننا نجد أن غالبية الودائع فى أى من هذه البنوك تقدر بحوالى ٨٧٪، وكذا غالبية القروض التى تمنحها تقدر بحوالى ٨٢% ولآجال قصيرة، وهذا يعنى أن جزءً كبيرًا من نشاط هذه البنوك يدخل فى نطاق سوق النقد وليس فى نطاق سوق الأوراق المالية أو سوق رأس المال بصفة عامة، فضلًا عن ذلك فإن سياسة توظيف المؤسسات المالية للأوراق المالية كانت تحوى قيودًا معينة لاتساعد على إعطاء الدفعات القوية لسوق الأوراق المالية، فكانت فى إدارتها لمحافظها تأسلوب التجميد بما يعنى أنها لاتتحرك بحيث تكاد تكون من الأصول الثابتة أو

---

(١) سلوى غنيم، البنوك تقود البورصة، الأهرام الإقتصادى، مجلة البورصة، عدد ١٧٣، ٤ سبتمبر سنة ٢٠٠٠، ص ١٢، ١٣.

(٢) محمد سامح عبد الهادى، دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمار، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنوفية، كلية التجارة، سنة ١٩٩٥، ص ١١٤ .

شبه الثابتة، على غير طبيعة الأوراق المالية[1]، فكانت تستثمر الجزء الأعظم من محفظة الأوراق المالية فى الصكوك الحكومية أو المضمونة من الحكومة وذلك لتقليل خطر الخسارة فى قيمة الأصول، كذلك فإن السياسة التقليدية التى تتبعها هى الاستمرار فى حيازة الأوراق المالية إلى حين حلول استحقاقها[2]، إلى أن أجاز القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للبنوك وشركات التأمين أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الإستثمار وذلك فى المادة رقم ٤١، ثم أوردت اللائحة التنفيذية الأحكام التفصيلية لذلك، ولا شك أن من شأن هذا التنظيم أن يشجع البنوك وشركات التأمين على الدخول بفاعلية فى سوق الأوراق المالية، لما تتمتع به من خبرة وسمعة طيبة بين المدخرين والمستثمرين، الأمر الذى يترتب عليه تنشيط سوق الأوراق المالية حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لصناديق الإستثمار فى مصر - وفقًا لما جاءت به اللائحة التنفيذية فى مادتها ١٤٠- فى الإستثمار فى الأوراق المالية[3].

---

(١) د.صلاح زين الدين، دور سوق الأوراق المالية ومشاكل العرض والطلب عليها، الأهرام الاقتصادى، عدد ١٣٢٣، ٢٢/٥/٢٩٩٤، ص ٣٩.

(٢) البنك المركزى المصرى. التقرير السنوى، ١٩٩٤/ ٢٩٩٥، ص ٣٨.

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، مرجع سالف الذكر، ص ٢١.

المبحث الثانى
علاقة بورصة الأوراق المالية بسوق رأس المال
(الأموال متوسطة وطويلة الأجل)

يمكن تعريف أسواق رأس المال بأنها مجال التعامل فى الأموال لآجال متوسطة وطويلة بخلاف الأوراق المالية، ويندرج فى سوق رأس المال بخلاف الأوراق المالية المؤسسات المالية الآتية:

١- البنوك العقارية.

٢- البنوك الزراعية.

٣- بنك التنمية الصناعية.

٤- بنوك الإستثمار والأعمال.

٥- بنك الإستثمار القومى.

٦- البنوك التجارية (عمليات طويلة الأجل).

فضلًا عن المؤسسات المالية غير البنكية وهى:

١ ـ شركات التأمين.

٢- الهيئة القومية للتأمين الإجتماعى.

٣- صناديق التأمين والإدخار الخاصة.

٤- شركات الإستثمار وتوظيف الأموال.

فبالنسبة للبنوك العقارية والزراعية والصناعية نجد أن تأثيرها فى نشاط سوق الأوراق المالية يجب أن يكون تأثيرًا واضحًا، حيث يمكنها إصدار سندات متداولة كمصدر من مصادر الأموال لزيادة رأس مال هذه البنوك، والمشاركة بفاعلية فى شراء الأوراق المالية المصدرة من الشركات خاصة فى مجال الإسكان بالنسبة للبنوك العقارية، والمشروعات الصناعية المختلفة بالنسبة لبنوك التنمية الصناعية، إلاّ أننا عند الإقتراب من الواقع العملى نجد أن تلك البنوك تعتمد إعتمادًا كليا على الإقتراض من البنوك الأخرى والإقراض للأفراد، ولا تعتمد على إصدار السندات إلاّ فى حدود ضيقة جدًا، كما لا تلجأ إلى الإستثمار فى الأوراق المالية عمومًا إلاّ بنسب ضئيلة[١]، فهى لا تقوم بتوظيف القدر الكافى من الأموال التى تديرها فى الأوراق المالية، وبالتالى تحرم الإقتصاد القومى من قدر من التنمية كان يمكن أن يتحقق بزيادة نشاط سوق الأوراق المالية بضخ رؤوس الأموال للإستثمار فيها.

أما بالنسبة لبنوك الإستثمار والأعمال فبرغم أن هدفها الأساسى هو تمويل الإستثمارات المحلية وتكوين الشركات، وهو ما يؤدى إلى تنمية سوق الأوراق المالية، إلاّ إن الواقع العملى لهذه البنوك على عكس ذلك، إذ إن غالبية الودائع لدى هذه البنوك وكذا غالبية القروض التى تمنحها هى لآجال قصيرة مما يدخل بنوك الإستثمار والأعمال فى دائرة سوق النقد وليس سوق رأس المال، وبالتالى يتضاءل تأثيرها على سوق الأوراق المالية، إلاّ أن الأمر يختلف بالنسبة لبنك الإستثمار القومى حيث أن من

---

(١) محمد سامح عبد الهادى، دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمار، مرجع سابق الذكر، ص ١١٧ .

الوظائف الرئيسية لهذا البنك هى تقديم التمويل لكافة المشروعات المدرجة بالخطة العامة للتنمية الإقتصادية والإجتماعية للدولة، وذلك عن طريق الإسهام فى رؤوس أموال تلك المشروعات أو عن طريق مدها بالقروض ومتابعة تنفيذ تلك المشروعات، وتتمثل أهم موارد هذا البنك فى الآتى:

● ما يخصص للبنك من إعتمادات فى الموازنة العامة للدولة.

● الإيرادات الناتجة عن مباشرة البنك لنشاطه.

● حصيلة بيع الأسهم التى يمتلكها البنك فى المشروعات التى يشارك فيها.

● حصيلة السندات التى يطرحها البنك بالعملة المحلية والأجنبية.

● القروض التى يعقدها البنك، ويشمل ذلك المبالغ التى يقترضها البنك من الهيئة القومية للتأمين الإجتماعى وصندوق توفير البريد وحصيلة شهادات إستثمار البنك الأهلى.

وعلى الرغم من كبر حجم موارد بنك الإستثمار القومى وإستثماراته فى المشروعات العامة، سواء عند مساهمته فى تكوين رؤوس أموال هذه المشروعات أو إقراضها لآجال متوسطة وطويلة، فإنه لا يساهم فى تنشيط دور سوق الأوراق المالية، والذى يمكن أن يحدث عن طريق التعامل فى الأوراق المالية التى يمتلكها بشركات القطاع العام وقطاع الأعمال العام، كذلك يمكن إستبدال جزء من القروض التى يعطيها البنك للمشروعات بسندات قابلة للتداول فى البورصة مما يساهم فى تنشيط دور سوق الأوراق المالية[1]، كما يمكن لبنك الإستثمار القومى أن يُجنب جزءً من موارده لتكوين محفظة أوراق مالية لديه، تكون مكونه من مختلف

---

(١) محمد سامح عبد الهادى،دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمار مرجع سابق الذكر، ص ١١٩.

الأوراق المالية المدرجة بالبورصة، بهدف نزوله مشتريًا أو بائعًا فى البورصة عند وجود فائض فى العرض أو فائض فى الطلب لبعض الأوراق المالية، مما يساهم فى تحقيق الإستقرار فى البورصة ويخلق الإستمرارية فيها، ويساهم ذلك فيما تنشده السياسة العامة من تنشيط دور سوق الأوراق المالية وإزالة المعوقات التى تواجه قطاع الإستثمار الخاص.

أما بالنسبة للبنوك التجارية للمعاملات طويلة الأجل، فالبنوك التجارية تقوم بجانب عملها الرئيسى (المعاملات قصيرة الأجل) بقبول الودائع التى تزيد مدة إيداعها وإعادة إقراضها عن سنه، وذلك عن طريق قبول الودائع متوسطة وطويلة الأجل وإصدار شهادات الإيداع ذات الإستحقاق المحدد، مثل شهادات إيداع بنك القاهرة لمدة ٣ سنوات بأنواعها المختلفة وشهادات البنك الأهلى المصرى ذات الايراد بالدولار الأمريكى لمدة خمس سنوات بفئاتها المختلفة، كذا شهادات الإستثمار بأنواعها المختلفة التى يصدرها البنك الأهلى وتذهب حصيلتها إلى بنك الإستثمار القومى لإستثمارها فى المشروعات العامة.

ومن المؤكد أن هناك علاقة تبادلية بين الأسواق الداخلة فى سوق المال، حيث نجد حرية فى إنتقال الأموال من سوق إلى آخر بناء على ما يتدفق من معلومات عن تلك الأسواق، وكلما زادت القدرة على إنتقال الأموال بين تلك الأسواق زاد الإرتباط بينها، حيث تتحرك العوائد أو أسعار الفائدة بهذه الأسواق لأعلى ولأسفل مع بعضها عند حدوث أى تغيرات فى ظروف العرض والطلب، مع مراعاة أن هناك فروق فى العوائد بين تلك الأسواق تتوقف على عوامل كثيرة منها على سبيل المثال درجة المخاطر والسيولة وطول أجل الأموال والاعفاءات الضريبية، فإذا إفترضنا إرتفاع سعر الفائدة فى سوق الأموال طويلة الأجل، فذلك يؤدى فى نفس الوقت إلى رفع معدل العائد أو سعر الفائدة فى سوق الأوراق المالية (أى إنخفاض أسعار الأوراق المالية) بسبب إنخفاض عرض الأموال فى سوق الأوراق المالية، وإتجاهها الى سوق الأموال طويلة الأجل، أى أن أثر رفع

سعر الفائدة فى سوق الأموال طويلة الأجل أدى إلى إعادة توزيع الأموال بين السوقين، فزادت الأرصدة القابلة للإقراض فى سوق الأموال طويلة الأجل لكى يتحقق التوازن فيه مقابل نقص الأرصدة القابلة للإقراض بسوق الأوراق المالية لكى يتحقق التوازن فيه أيضًا، ولكن إذا فرضنا أن المشروعات غير قادرة على تحمل السعر المرتفع للفائدة بسوق الأوراق المالية سواء بسبب إسلوب إدارة الإقتصاد القومى، أو إسلوب الإدارة الداخلى فى المشروعات، أو أية أسباب أخرى، فإن هذه المشروعات لن تتجه إلى إصدار أسهم أو سندات جديدة لتمويل التوسعات الجديدة وما يترتب على ذلك من تقلص نشاط سوق الأوراق المالية، أيضًا فإن إرتفاع سعر الفائدة فى سوق الأموال طويلة الأجل يؤدى إلى إلحاق خسائر بحملة الأسهم والسندات القدامى بسبب إنخفاض أسعار الأسهم والسندات التى يحتفظون بها (أى تحقيق خسائر رأسمالية)، وهذا يؤدى إلى زعزعة الثقة فى سوق الأوراق المالية وإنخفاض التعامل فى الأوراق المالية.

والعكس صحيح حيث إن انخفاض سعر الفائدة فى سوق الأموال طويلة الأجل يؤدى إلى إنخفاض مقابل فى معدل العائد فى سوق الأوراق المالية (إرتفاع أسعار الأوراق المالية) ويؤدى ذلك إلى توسع فى الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض والإستثمار فى سوق الأوراق المالية نتيجة إنخفاض تكلفة الأموال التى يمكن الحصول عليها بإصدار الأسهم والسندات، كما يحقق ذلك أرباح رأسمالية لحاملى الأسهم والسندات القدامى.

مما سبق تتضح أهمية أن تأخذ السلطات النقدية فى اعتبارها العلاقة المتبادلة بين معدلات العائد فى أسواق الأموال قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وسوق الأوراق المالية، وذلك عند إتخاذ أية قرارات فى شأن تعديل سعر الفائدة على الودائع بالزيادة أو النقص، وأثر ذلك على سوق الأوراق المالية التى تعتبر مصدرًا هامًا من مصادر التمويل طويلة

الأجل بالنسبة للمشروعات الإنتاجية ذات الأحجام الكبيرة والتى لها تأثير فعال على مستوى النشاط الإقتصادى.

المؤسسات غير البنكية:

١ ـ شركات التأمين :

تشمل إستثمارات شركات التأمين فى مصر العديد من الفروع منها الأراضى والعقارات والأوراق المالية بأنواعها من صكوك وسندات حكومية وشهادات إستثمار وأوراق ذات إيراد ثابت وأوراق ذات إيراد متغير، فضلاً عن القروض والودائع النقدية بالبنوك، وبالرغم من أن شركات التأمين تعتبر من أهم المنظمات المالية فى إستثمار الأوراق المالية إلاّ أن إجمالى مواردها المالية يتيح لها المساعدة فى تنشيط دور سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر إذا ما توافر لديها الإدارة الإقتصادية عالية الخبرة بالإستثمار فى بورصة الأوراق المالية، خصوصًا بعدما أتاح لها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الحق فى إنشاء صناديق الإستثمار، ولأن وظيفة هذه الصناديق الأساسية هى الإستثمار فى الأوراق المالية[١].

وتركزت إستثمارات شركات وصناديق التأمين والتى تقدر بـ ١٩,٥ مليار جنيه فى نهاية يونيو ٢٠٠٠ فى إستثماراتها فى الأوراق المالية الحكومية والتى تقدر بنحو ١٢,١ مليار جنيه، وإيداعاتها لدى البنوك والمقدرة بنحو ٦,٤ مليار جنيه وإستثماراتها فى الأراضى والعقارات بمقدار ٠,٦ مليار جنيه فى نهاية يونيو ٢٠٠٠ (جدول رقم ٤).

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر،مرجع سالف الذكر، ص ٢١٧.

جدول رقم (٤)

التوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين

(بالمليار جنيه)

نهاية يونيو	عام ١٩٩٩			عام ٢٠٠٠		
	شركات وصناديق التأمين	الهيئة القومية للتأمين الاجتماع	الإجمالى	شركات وصناديق التأمين	الهيئة القومية للتأمين الاجتماع	الإجمالى
الإجمالى العام	١٧,٧	١٠٧,٩	١٢٥,٦	١٩,٥	١٩,٥	١٤٢,٣
إيداعات لدى بنك الإستثمار القومى	٠,٠	١٠٤,٩	١٠٤,٩	٠,٠	٠,٠	١١٩,٨
قروض	٠,٣	-	-	٠,٣	٠,٣	٠,٣
أوراق مالية	١٠,٥	٣,٠	١٣,٥	١٢,١	١٢,١	١٥,١
ودائع نقدية بالبنوك	٦,١	-	٦,١	٦,٤	٦,٤	٦,٤
أراض وعقارات	٠,٧	-	٠,٧	٠,٦	٠,٦	٠,٦
استثمارات أخرى	٠,١	-	٠,١	٠,١	٠,١	٠,١

المصدر: البنك المركزى المصرى،المجلة الاقتصادية،المجلد الأربعون،العدد الرابع ١٩٩٩، ٢٠٠٠.

وتتمثل توظيفات الهيئة القومية للتأمين الاجتماعى فى نهاية يونيو ٢٠٠٠ فى إيداعاتها لدى بنك الإستثمار القومى والتى بلغت ١١٩,٨ مليار جنيه، وإستثماراتها فى الأوراق المالية الحكومية بما قيمته ٣ مليار جنيه.

٢ - الهيئات القومية للتأمين الإجتماعى وصناديق التأمين الخاصة(صناديق التأمين والإدخار):

يتم إقراض فوائض الهيئة القومية للتأمين الإجتماعى إلى بنك الإستثمار القومى وفقًا لأحكام القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٨٠، وقد إعتمدت الدولة بدرجة كبيرة على أموال الهيئة فى تمويل إستثمارات

الخطة،كذلك صناديق التأمين والإدخار فهى تشبه هيئة التأمين الإجتماعى من حيث الدور الذى تلعبه، إلاّ أنها تكون على مستوى الشركة أو القطاع ولا تقرض أموالاً للحكومة أو بنك الإستثمار القومى، وإنما تديرها لصالح المنتفعين، والأوراق المالية المتداولة بها تمثل نسبة منخفضة من جملة الإستثمارات الأخرى والسبب الأساسى هو الخوف من مخاطر المضاربة لعدم وجود الخبرة الكافية فى هذا المجال.

٣- شركات الإستثمار :

وهى شركات نشأت وفقًا لأحكام قانون الإستثمار تستخدم مواردها المالية فى إنشاء المشروعات الجديدة سواء بالمساهمة فى رأسمالها أو مدها بالقروض طويلة الأجل بالتعاون مع شركات التمويل، وشركات الإستثمار ممنوعة وفقًا لأحكام قانون الإستثمار من قبول الودائع وبالتالى فهى تعتمد على مواردها الخاصة، بالإضافة إلى ما تحصل عليه من شركات التمويل والسندات التى تصدرها،فهى تؤثر فى سوق الأوراق المالية عن طريق السندات.

٤- شركات توظيف الأموال:

وهذه الشركات تم تقنينها بالقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ والمعروف بقانون تلقى الأموال، والذى أتاح لها قبول الودائع على العكس من شركات الإستثمار، ويمكنها أن تقوم بدور داعم لنشاط سوق الأوراق المالية، إلاّ أنها إلى الآن ليس لها نشاط يُذكر فى سوق الأوراق المالية حيث ألزم القانون هذه الشركات بإصدار صكوك الإستثمار مقابل الأموال التى تتلقاها من الجمهور بغرض الإستثمار، وهذه الصكوك هى أصل مالى يقتصر حق إصدارها على الشركات التى تعمل فى مجال تلقى الأموال لإستثمارها إلاّ أنها غير قابلة للتداول فى بورصة الأوراق المالية[1].

---

(١) د. سيد الهوارى، مدخل إلى الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٦، ص ٤٧.

٥ ـ شركات التأجير التمويلى:

هى عبارة عن شركات تقوم بنشاط تمويلى لشراء معدات أو أصول رأسمالية بغرض التأجير، حيث تقوم شركة التأجير التمويلى (المؤجر) بتمويل شراء أصل محدد بمعرفة شركة أو مؤسسة أخرى (المستأجر) من طرف ثالث (المورد) ثم يتسلم المستأجر الأصل الإستثمارى لإستعماله على سبيل الإيجار بعقد لمدة معينة،بحيث تغطى الدفعات الإيجارية التى يدفعها المستأجر ـ خلال فترة التعاقد ـ الأموال المدفوعة فى الأصل والفوائد وهامشًا من الربح، ولا يتحمل المؤجر أية تكاليف للصيانة أو الإصلاح أو الضرائب أو غيرها ويتحملها جميعًا المستأجر[١]، بل قد يشترط أن يبرم المستأجر عقد صيانة مع الشركة الصانعة أو الموردة للمعدات لضمان استمرار كفاءة وصلاحية المعدات للتشغيل، هذا وقد يتاح للمستأجر عند نهاية عقد التأجير فرصة الشراء الإختيارى للمعدات، إما مقابل القيمة المتبقية من تكلفة الشراء بالإضافة إلى الفوائد وهامش الربح ـ الذى لم يغطى عقد التأجير ـ أو بأسعار تحدد عند بداية التعاقد للإيجار، أو بأسعار السوق السائدة عند نهاية العقد،كما تتاح للمستأجر فرصة تجديد العقد لمدة أو مدد أخرى، وإذا لم يستعمل المستأجر أيًا من الخيارين المذكورين فإنه يعيد الأصل إلى المؤجر[٢].

ومما لا شك فيه أن السوق المصرية أحوج ما تكون فى المرحلة الراهنة لمثل هذا النوع من التمويل، لما يمكن أن يحققه من مزايا أهمها هو أنه عند قيام شركات مساهمة لممارسة نشاط التأجير التمويلى وطرحها لأسهم رؤوس أموالها وإصدارها سندات لتمويل نشاطها ـ فبالاضافة إلى ما يترتّب على نشاط التأجير التمويلى من سرعة تنفيذ المشروعات ـ فإنه سوف يساهم بلا شك فى تنشيط سوق الإصدار وبالتالى يؤدى إلى تنمية بورصة الأوراق المالية.

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة ، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص ٢٢١.

(٢)صدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ فى شأن (التأجير التمويلى) ونشر بالجريدة الرسمية العدد رقم ٢٢ مكرر، فى ١٩٩٥/٦/٢ وصدرت لائحته التنفيذية وفقاً لقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٨٤٦ لسنة ١٩٩٥، ونشرت فى الوقائع المصرية العدد ٢٩١ بتاريخ ١٢/٢١/ ١٩٩٥ .

الباب الأول

أهم التشريعات والسياسات الاقتصادية المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية

الفصل الأول
أهم التشريعات الاقتصادية المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية

تعتبر التشريعات الإقتصادية أحد أهم العوامل المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية، فهى قد تؤدى إلى جذب الاستثمارات وتجميع المدخرات وتوجيهها إلى القطاعات المختلفة للإستثمار والنمو وما يتبع ذلك من إزدهار للبورصة، ويكون ذلك إذا ما كانت هذه التشريعات ملائمة للأوضاع الإقتصادية والإجتماعية والثقافية للدولة.

وقد تؤدى إلى إعاقة أداء البورصة لدورها فى تنمية الإقتصاد وبالتالى تشكل عائقًا يحول دون إمكانية الإستغلال الأمثل للمدخرات والأموال المتاحة، ويكون ذلك إذا كانت هذه التشريعات غير مرنة أو غير متناسبة ومنسجمة مع باقى التشريعات والأنظمة التى تحكم الدولة.

وسنتناول فيما يلى تحليل لأهم التشريعات الاقتصادية المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية، ونفرد لهذا التحليل مبحثين نتناول فى المبحث الأول أهم القوانين المنشأة للبورصة والمنظمة لها، خاصة القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وفى المبحث الثانى نتناول أهم القوانين والقرارات المرتبطة بالبورصة والمؤثرة على أدائها.

المبحث الأول

أهم التشريعات المنشئة للبورصة والقوانين المنظمة لها ودورها فى مرونة حركة رءوس الأموال

سنتناول فى بند أول من هذا البحث بإيجاز أهم التشريعات المنشئة للبورصة المصرية والمنظمة لها، والتى كان لها أكبر الأثر فى تطور بورصة الأوراق المالية حتى وصلت إلى العصر الحالى، ثم نتناول فى بند ثان القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ كأحد أهم القوانين المنظمة للبورصة فى العصر الحديث ودوره فى تنشيط سوق الأوراق المالية، ونتناول بالتحليل فلسفة هذا القانون وسماته الرئيسية، ثم نتناول أهم الشركات والمؤسسات المالية التى إستحدثها ودورها فى تنشيط البورصة، ثم أهم الأحكام الإيجابية فيه ودوره فى مرونة حركة رؤوس الأموال، وأخيرًا أهم التحفظات على هذا القانون.

أولا: أهم التشريعات والقوانين المنشئة للبورصة والمنظمة لها ودورها فى مرونة حركة رؤوس الأموال:

١ - يرجع تاريخ التعامل فى الأوراق المالية فى مصر إلى عام ١٨٨٣ حيث لم تكن المعاملات تخضع لقواعد مدونة وإنما طبقًا للعادات والتقاليد المألوفة حينذاك، ثم أنشأت بورصة الأوراق المالية بالاسكندرية عام ١٩٠٣ ثم بورصة القاهرة عام ١٩٠٧[1].

---

(١) د. عبد الحميد صديق، سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الاقتصاد امى، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة اوى، كلية التجاة، سنة ١٩٩٤، ص ٨٥.

٢ ـ كان لظهور فترة الإصلاح النقدى عام ١٩٠٩ أكبر الأثر فى وضع أول لائحة للبورصة بالأمر العالى عام ١٩٠٩ ونص على العمل به من أول سبتمبر ١٩١٠، وقد خضعت البورصة منذ ذلك التاريخ لرقابة الحكومة، وتم إصلاح سوق الأوراق المالية، وتنظيمها ووضع القواعد والأسس التى تحكم سير العمل بها، وقد تم إغلاق البورصة أثناء الحرب العالمية الأولى من ١٩١٤ حتى ١٩١٦ حيث أعيد إفتتاحها، وتم وضع لائحة جديدة للبورصة عام ١٩٣٣ .

٣ ـ المرسوم الصادر بتاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٣٣[١]: فى هذا التاريخ صدر مرسوم بالموافقة على اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، وقد تضمن فى مادته الثانية إلغاء القوانين الصادرة سنة ١٩٠٩، وقد تميز هذا المرسوم بأنه عالج أوضاع بورصات الأوراق المالية وحدها دون أن يجمع بينها وبين بورصات البضائع التى صدرت مراسيم أخرى تعالج أوضاعها، ثم صدرت بعد ذلك اللائحة الداخلية لبورصات الأوراق المالية بقرار من وزير المالية فى عام ١٩٤٠، ثم عدل هذا القرار بقرار آخر عام ١٩٤٧ تضمن إنشاء سوق خارج جدول الأسعار الرسمى، على أن يقتصر التعامل فيها على العمليات الحاضرة فقط، وبذلك وجدت السوق الموازية بجانب السوق الرسمية.

٤- القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٥٢ : وهو القانون الخاص بتعديل قانون الشركات المساهمة، بما يسمح للأجانب أن يكون لهم الحق فى تملك ٥١٪ من اجمالى رأسمال الشركة بدلاً من القيد الوارد فى القانون ١٣٨ لسنة ١٩٤٧ بحظر تملكهم لأكثر من ٤٩٪، كما أصبح لهم الحق فى تغطية النسبة الباقية فى حالة عدم تغطية المصريين للحصة المقررة لهم فى غضون شهر واحد من طرحها للاكتتاب العام[٢].

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص ٦٦ .

(٢) محمد سامح عبد الهادى، دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الإستثمارات، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنوفية، كلية التجارة، سنة ١٩٩٥، ص ١٧١ .

٥ ـ القانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣ فى شأن التعامل فى الأوراق المالية: يعتبر هذا القانون مكملاً للمرسوم الصادر فى ١٩٣٣/١٢/٣١، وقد نص على حظر التعامل فى الأوراق المالية إلاّ عن طريق أحد السماسرة المقيدين فى البورصة، وذلك سواء كانت الأوراق مقيدة بجدول الأسعار الرسمى أو غير مقيدة، كما نص القانون على ضمان السماسرة لكافة العمليات التى تتم بواسطتهم.

٦- القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ الخاص باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية: صدر هذا القانون ليحل محل المرسوم الصادر فى والقانون رقم ٣٢٦ لسنة ١٩٥٣، وقد إستمر العمل بهذا القانون حوالى ٢٨ عامًا دون تعديل جوهرى حتى تم تعديله بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١، ثم إلغاؤه بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وقد نظم هذا القانون المعاملات المالية والإدارية فى بورصة الأوراق المالية، وحدد عمل السماسرة ووضع القواعد والأسس التى تحكم سير العمل بها.

وجدير بالذكر أن سوق الأوراق المالية قد أدت دورها بكفاءة خلال فترة الأربعينيات والخمسينيات حتى عام ١٩٥٥ وظلت بورصتا الإسكندرية والقاهرة من أهم بورصات العالم، حيث شهدت البورصة عصرها الذهب عندما كانت قيمة الجنيه المصرى أعلى من قيمة الجنيه الاسترلينى فى سوق النقد العالمى، وقد كان لدور البنوك أهميته فى مواكبة تطور البورصة، فقد ساهم بنك مصرفى تنشيط حركة التعامل فى سوق المال منذ عام ١٩٢٠ حيث كان يمتلك أكبر محفظة للأوراق المالية، وذلك من خلال إستثماراته الواسعة والتى كانت أوراقها المالية تمثل جانبًا كبيرًا من التعامل فى البورصة، وكان ينتظر لسوق الأوراق المالية فى مصر أن تتسع وتنمو لولا أن الأحداث اللاحقة والتى تمثلت فى الأخذ بالنظام الإشتراكى قد حدت من هذا النمو ورجعت بالسوق خطوات إلى الخلف، وقد واجهت الملكية الفردية العديد من القوانين التى ترتب عليها تقليص نشاط سوق الأوراق المالية، وقد كان من أهم هذه القوانين القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩

والقـانون ١١٦ لسنة ١٩٦١ وقـوانين التـأمـيم ١١٧، ١١٨، ١١٩ لسنة ١٩٦١[1].

٧- القـانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩: قـامت الحكومـة بمـوجب هذا القـانون بتحديد الأرباح الموزعة على المساهمين بما لا يزيد عن توزيعات عام ١٩٥٨ بأكثر من ١٠٪ ثم (٢٠٪ بعد ذلك) أو بما لا يجاوز ١٥٪ من القيمة الإسمية للأسهم التى توزع أرباحها لأول مرة، وقد ترتب على هذا القانون ردود فعل شديدة هبطت على أثرها أسعار الأسهم هبوطًا شديدًا، الأمر الذى أدى إلى وضع حد أدنى للأسـعـار، ودخلت الحكومـة مـشـتـرية فى السوق لحماية الأسعار من الانهيار، ووجدت سوق سوداء للتعامل فى الأوراق المالية بأسعار أقل من الحد الأدنى المحدد لكل ورقة، بغرض تحول رأس المال من هذا النوع من الإستثمارات لنوع آخر أكثر ربحية أو أكثر أمانًا.

٨- القـانون رقم ١١٦ لسنة ١٩٦١: تم بمـوجب هـذا القـانون تعطيل بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية لمدة شهرين، ومنع نقل ملكية الأسهم خلال فترة التعطيل، وقد كان هذا القانون مواكبًا لصدور قوانين التأميم أرقام ١١٧، ١١٨، ١١٩ لسنة ١٩٦١، والتى أوجدت حالة من عدم الثقة والإطمئنان نحو جدوى أى إستثمار أو سلامته، (وسنتناول فى مبحث مستقل مرحلة التأميم بقوانينها).

وهكذا تجمد نشاط سوق الأوراق المالية نظرًا للإرتباط الوثيق بين إزدهار ونمو السوق وإتساع نشاط القطاع الخاص، وقد أثرت قوانين التأميم سلبًا على السوق حيث تجمد نشاط سوق الإصدار حتى إنه لم يتبق من الشركات المساهمة التى كانت قائمة قبل التأميم (٦٥٠ شركة) سوى ٣٦ شركة مساهمة، ولم تنشأ شركات مساهمة أخرى سوى أربعة شركات طوال العشر سنوات من ١٩٦١ حتى ١٩٧١[2]، كذلك تراجع حجم التعامل فى بورصتى الأوراق المالية من ٦٦,٩مليون جنيه فى عام ١٩٥٨

---

(١) د. حسنى خليل محمد، تطور سوق المال فى مصر، معهد الدراسات المصرفية (البنك المركزى المصرى)، مارس سنة ١٩٨٦، ص ٤، ٥ .

(٢) د. حسنى خليل محمد، تقييم سياسات إدارة الأموال بالمصارف التجارية المصرية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، سنة ١٩٨٦، ص ٢٨٣ .

إلى ٥,١ مليون جنيه عام ١٩٦٣، ثم الى ٢,٨ مليون جنيه فقط عام ١٩٦٥(١)، وهو ما يوضح إلى أى مدى تراجعت البورصة وتقلص دورها فى تعبئة المدخرات، ومع التحولات الجديدة فى السياسة الإقتصادية خلال مرحلة الإنفتاح والتحرر الإقتصادى بعد حرب ١٩٧٣ كان للإدارة الإقتصادية دور مؤثر فى إعادة الثقة إلى سوق المال فى مصر من خلال مجموعة من القوانين والتشريعات والإجراءات التى تم إتخاذها ونتناول أهم هذه القوانين.

٩- القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ المعدل بالقانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ الخاص بإستثمار رأس المال العربى والأجنبى: ويهدف هذا القانون إلى تشجيع الإستثمارات الأجنبية والعربية فى كافة المجالات، ومنح الأولوية لمشروعات التصدير والمشروعات المشتركة برؤوس أموال عربية وأجنبية ومصرية، وقد شمل القانون بامتيازاته مشروعات القطاع الخاص، بما فى ذلك المشروعات ذات الملكية المصرية(٢)، وأعطى للمستثمرين مزايا ضريبية وجمركية تحفزهم على الإستثمار، كما أعطى لرأس المال الأجنبى الذى يستثمر فى مصر ضمانات فيما يتعلق بالحماية من التأميم والمصادرة وأعطاهم حقوق تصدير الأرباح وإعادة تصدير رأس المال(٣).

غير أن هذه المزايا لم تكن كافية لإنعاش سوق الأوراق المالية فى مصر بصورة سريعة، فلم يتجاوز عدد الشركات المساهمة الخاصة المقيدة بالبورصة حتى نهاية سنة ١٩٨٠ (٦١ شركة) كما أن متوسط

---

(١) جدول رقم (١١) ص ٩٢من هذه الرسالة، تطور حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية خلال الفترة من ١٩٥٧حتى سنة ١٩٧٦ .

(٢)د. أحمد محمد عبده، دور سوق الأوراق المالية فى دعم إمكانيات التنمية الإقتصادية فى مصر، جامعة عين شمس، كلية التجارة، رسالة ماجستير غير منشورة، سنة ١٩٩٨، ص ٢٣ .

(٣) سيد عيسى، أسواق المال والإستثمار فى مصر، معهد الدراسات المصرفية (البنك المركزى المصرى)، سنة ١٩٨٦-١٩٨٧، ص ٩-١١ .

حجم التعامل خلال الفترة من سنة ١٩٧٥حتى سنة ١٩٧٩ فى بورصتى الأوراق المالية لم يتجاوز ٧,٦ مليون جنيه[1].

على أن سياسة الحكومة فى تشجيع وتنمية سوق الأوراق المالية وجذب مجهودات القطاع الخاص، اتضحت وأخذت أبعادها تمامًا من خلال مجموعة من التشريعات والقرارات الهامة، لإعادة النشاط والحيوية لسوق الأوراق المالية وتقوية دورها فى تعبئة المدخرات وتمويل الإستثمارات الإنتاجية.

١٠- القرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال: صدر هذا القرار تدعيمًا لسياسة الإنفتاح الإقتصادى وإحياءً لسوق الأوراق المالية وإعادة الحيوية والنشاط لها، وقد منح هذا القرار للهيئة كافة السلطات والصلاحيات لخلق وتدعيم المناخ، والإجراءات اللازمة لتنمية وتطوير سوق الأوراق المالية لتصبح سوقًا إقليمية وعالمية.

وقد نصت المادة الثانية من هذا القرار على أن الهدف الأساسى للهيئة هو العمل على تنظيم وتنمية سوق الأوراق المالية، ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها وتوجيه رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة فى التنمية الإقتصادية، فضلاً عن خلق وتنمية وتدعيم المناخ الملائم للإدخار والإستثمار، وتأهيل وسطاء الأوراق المالية والإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن الأوراق المالية وكل ما يتعلق بها، وإذا كان قرار إنشاء الهيئة العامة لسوق المال قد أقر لها كل السلطات والصلاحيات التى تؤهلها لتحقيق المسئوليات التى أنشئت من أجلها، إلا أن القرار المذكور لم يتناول الجزاءات أو العقوبات التى يمكن تطبيقها فى حالات المخالفة، الأمر الذى يضعف من سلطة الهيئة تجاه الجهات

---

(١)الهيئة العامة لسوق المال، هيكل سوق المال فى مصر، مذكرة مقدمة للمؤتمر الدولى لتنمية أسواق المال (القاهرة-مايو سنة ١٩٨٣) ص ٢٤ .

المخالفة، وهو ما تم معالجته فى قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢[(١)].

١١- القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١: وهذا القانون بخصوص إجراء بعض التعديلات على القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ الخاص باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، ويهدف إلى تبسيط إجراءات التعامل فى الأوراق المالية وحماية المتعاملين، والسماح بقيد الأوراق المالية الأجنبية فى قائمة الأسعار، وكذلك السماح بقيد سماسرة أجانب كمراسلين فى البورصة، والسماح لهم بتكوين شركات مع سماسرة مصريين، وإلزام الشركات المساهمة بتسجيل أوراقها المالية فى البورصة، وذلك بقصد زيادة الأوراق المالية المقيدة فى البورصة وتسهيل تداولها، وبصفة عامة ساهم هذا القانون فى تحقيق المزيد من التنظيم لبورصة الأوراق المالية المصرية.

١٢- القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١[(٢)]: صدر هذا القانون بخصوص الضرائب على الدخل والذى هدف إلى تشجيع المبادرات الفردية والتحفيز على إقامة المشروعات، وقد منح هذا القانون مزايا ضريبية للأسهم والسندات التى تصدرها الشركات المساهمة للتقريب بينها وبين الأوعية الإدخارية الأخرى من حيث المعاملة الضريبية، وذلك بغرض تشجيع توجيه المدخرات نحو الإستثمار فى الأوراق المالية.

ثم صدر بعد ذلك القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة، والذى نظم شركات الأموال بإعتبارها الشكل الأقدر على تجميع الأموال وإستثمارها فى المجالات المختلفة، وألزام شركات المساهمة والتوصية بالأسهم بقيد أوراقها المالية فى سوق الأوراق

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص ٧٥ .

(٢) القانون رقم ١٥٧ السنة ١٩٨١ بشأن الضرائب على الدخل، الجريدة الرسمية، العدد رقم ٢٧ بتاريخ ١٠/٩/١٩٨١م.

المالية، ثم صدرت عدة قرارات وقوانين كان أهمها قانون الإستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ المعدل بعد ذلك بالقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ بإصدار ضمانات وحوافز الإستثمار، والذى كان له أكبر الأثر فى تنشيط سوق الأوراق المالية، والقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بشأن شركات قطاع الأعمال العام متبنيًا فلسفة إقتصادية جديدة، ثم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لسوق رأس المال وما تبعه من قرارات وزارية، لدعم عمل البورصة حتى صدور قرار رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بشأن الأحكام المنظمة لإدارة بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشئونهما المالية[1]، وما زال أمام الإدارة الإقتصادية الكثير حتى تصبح بورصة الأوراق المالية فى مصاف البورصات العالمية، وهو الأمل المنشود لكل مصر.

ثانيا :قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢:

إن الهدف الرئيسى من إصدار هذا القانون هو إعادة تنظيم سوق رأس المال فى مصر، وقد صدر هذا القانون فى ثمانية أبواب وقد ألغى فى مادته الرابعة القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية والذى كان معمولاً به منذ عام ١٩٥٧ وحتى صدور قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وقد تناول هذا القانون المؤسسات العاملة والأدوات المستخدمة فى سوق رأس المال بشقيه الإصدار والتداول، وركز بصفة خاصة على الأوراق المالية، ووضع قواعد لإصدارها وتداولها، كما إستحدث عددًا من المؤسسات التى لعبت دورًا هامًا فى تنشيط البورصة، وقد صدرت اللائحة التنفيذية لهذا القانون بقرار من وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ فى ابريل ١٩٩٣[2].

---

(١) وسنتناول فى هذا البحث القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال، كما نتناول القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، والقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ فى المبحث الثانى، والقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ فى الفصل الثانى.

(٢) نشر هذا القانون بالجريدة الرسمية-العدد ٢٥ (مكرر) فى ١٩٩٢/٦/٢٢.

ويمكن تسمية هذا القانون بقانون سوق الأوراق المالية، ذلك لأن سوق رأس المال له شقان، الأول هو الأوراق المالية من أسهم وسندات والثانى هو سوق رأس المال من نقد وتعاملات طويلة الأجل من غير طريق الأوراق المالية[1]، وهذا الشق من سوق رأس المال المفروض أن تقوم به مؤسسات مالية متخصصة وهى البنوك المتخصصة وبنوك الأعمال، ولكنها محدودة ومقيدة فى أداء دورها بسبب أن سوق الأوراق المالية التى يجب أن يعتمد عليها ضعيفة للغاية.

١- فلسفة القانون وسماته الرئيسية :

ويعد هذا القانون خطوة هامة فى سبيل زيادة الإستثمار فى مصر ويمكن القول أن فلسفة القانون قد قامت على عدة محاور هى :

- تنظيم سوق رأس المال وفقًا لقواعد ونظم محددة وواضحة تضمن له الحرية مع الإنضباط الكامل فى ذات الوقت، وفى ظل تشريع شامل متكامل وواضح.

- إعطاء صلاحيات للهيئة العامة لسوق المال بما يجعلها جهازًا رقابيًا قادرًا على التأكد من سلامة إجراءات الشركات المتعاملة فى السوق وسلامة إستخدام أموال المساهمين، وقادر فى ذات الوقت على المتابعة الجادة والسريعة.

- تشجيع المدخرين على إستثمار أموالهم بحرية دون قيود، وتوفير المعلومات الكاملة لتمكينهم من إتخاذ القرار الصحيح فى الوقت المناسب وبالسرعة اللازمة.

- إقامة توازن دقيق بين الرغبة فى حماية المدخرين فى إستثمار أموالهم فى سوق المال وبين إيجاد سوق لرأس المال منتظمة وحرة أيضًا.

---

(١) د. صلاح زين الدين، "سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموى المنشود-دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها". ضمن بحوث المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للإقتصاديين المصريين(تمويل التنمية فى ظل إقتصاديات السوق))القاهرة ٧-٩ ابريل سنة ١٩٩٤)، ص ٢٠ .

■ تحديد العلاقة بين الشركة المستثمرة وبين من يستثمر أمواله على نحو يمنع وقوع غبن على هذا الأخير أو إستغلاله.

■ إعطاء الوزن النسبى الملائم للإفصاح عن البيانات بما يؤدى إلى شفافية السوق، وذلك بإلزام كافة الشركات التى طرحت أوراقًا مالية لها فى إكتتاب عام وكذلك الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ولم تطرح أوراقًا مالية لها للإكتتاب العام، أن تقدم للهيئة على مسئوليتها بيانًا بالتعديلات التى تطرأ على نظامها الأساسى، ونسبة المساهمات فى رأسمالها فور حدوثها، وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها المتضمنة الإفصاح عن المركز المالى لها، وتخطر الهيئة بالميزانية والقوائم المالية وفقًا لأحكام القانون المذكور.

■ توفير الحماية الكاملة لأقلية المساهمين فى أى شركة ومنع وقوع غبن أو إستغلال لهم.

■ توفير نظام يضمن فض المنازعات فى أسرع وقت وبإجراءات قضائية سريعة.

■ تقرير إعفاءات ضريبية تكفل الموازنة بين أدوات الإدخار وأدوات الإستثمار[1].

وقد نجح هذا القانون إلى حد كبير فى جذب رؤوس الأموال للإستثمار فى البورصة بحرية وثقة، بعد أن أعطى المستثمر الكثير من الميزات وأعفاه من الضرائب على رأسماله وأرباحه المستثمرة فى البورصة، وبعد أن وفر له المعلومات وضمن الحماية لأمواله والرقابة على الشركات المتعاملة بالبورصة، مما أدى إالى زيادة حركة القيد والتداول للأوراق المالية فى البورصة، وزيادة نشاط البورصة وبالتالى نمو الإقتصاد ككل، ونلاحظ من الجدول رقم (٥) تطور حركة القيد والتداول للأوراق المالية بشكل ملحوظ خصوصًا فى قيمة التداول منذ عام ١٩٩٤ وحتى عام ٢٠٠٠ بطريقة تصاعديه وكذلك فى عدد الأوراق المالية

---

(١) د. ناجى خشبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٣٤٢ .

المتداولة وعدد العمليات، ومما هو جدير بالذكر أن اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بدأ تنفيذها فى ابريل عام ١٩٩٣، ومن المؤكد أن لهذا القانون ولائحته التنفيذية أكبر الأثر على تطور حركة البورصة، كما دعم هذا التطور أيضًا القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بإصدار قانون شركات قطاع الاعمال العام ولائحته التنفيذية والذى تبنى سياسة الخصخصة.

جدول رقم (٥)

تطور حركة القيد و التداول للأوراق المالية لبورصتى القاهرة والإسكندرية (١٩٨٦ - ٢٠٠٢)

م	البيان	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢
١	قيمة التداول السنوي (بالمليون جنيه)	١٢٢,١	١٨٦,٧	١٣٤,٣	٢٢٩,٠	٣٤١,٥	٤٢٨,٨	٥٩٦,٦	٥٦٨,٦	٢٥٥٧,٢	٣٨٤٩,٤	١٠٩٦٧,٥	٢٤٢١٩,٨	٢٣٣٦٤,٠	٣٩٠٨٦,١	٤٩٤٩٣,٧	٣١٦٧٤,٣	٢٧٨٨٦,٣
	أ - أسهم وسندات مقيدة	٨٣,٧	١٢٣,٤	٩٣,١	١٣٧,٦	٢٠٦,٢	٢٣٣,٩	٣٧١,٤	٣٧٤,٩	١٢١٤,٠	٢٢٩٤,٢	٨٧٦٩,٢	٢٠٢٨٢,٤	١٨٥٠٠,٦	٣٢٨٥١,٠	٤١٧٤٤,٦	٢٤٦٥٨,٠	٢١١٣٦,٦
	ب - أسهم وسندات غير مقيدة	٣٨,٥	٦٣,٢	٤١,٢	٩١,٥	١٣٥,٣	١٩٣,٩	٢٢٥,٣	٢٩٣,٧	١٣٤٣,٢	١٥٥٥,٢	٢١٩٨,٣	٣٩٣٧,٤	٤٨٦٣,٤	٦٢٣٥,١	٧٧٤٩,١	٧٠١٦,٤	٦٧٤٩,٧
٢	عدد الأوراق المالية المتداولة (بالمليون)	٦,٢	٩,٥	٦,٦	٩,٢	١٧	٢٢,٧	٢٩,٦	١٧,٧	٥٩,٨	٧٢,٢	٢٠٧,٨	٣٧٢,٥	٥٧٠,٨	١٠٧٤,٠	١٠٣,٥	١٢٥٩,٨	٧٣٣,٨
	- أسهم وسندات مقيدة	٤,٥	٦,٧	٤,٩	٦,٦	١٤,٣	١٩,٢	٢٠,٧	١٣,٧	٢٩,٣	٤٣,٧	١٧٠,٥	٢٨٦,٧	٤٤٠,٣	٨٤١,١	٩٥١,٥	١١٨٣,٨	٥٧٨,٦
	ب - أسهم وسندات غير مقيدة	١,٧	٢,٨	١,٧	٢,٦	٢,٧	٣,٥	٨,٩	٤,٠	٣٠,٥	٢٨,٥	٣٧,٢	٨٥,٨	١٣٠,٥	٢٣٣,٠	٧٩,٠	٧٦٠	١٥٥,١
٣	عدد العمليات	٣٨٧٦	٥٩٢٧	٤٢٦٧	٧٢٧١	٧٨٥٨	١٠٣٠٥	١٢٥٠٣	١١٩٣٤	٩٤٦٤٢	٤٦٩٦١٥	٢٣١٦٣٦٤	١٢٢٥٢٥١	٦٨٧٢١٢	٩٠٥٢٠٠	١٢٨٦٣٧٠	١١٤٧٩٢١	٦٩٢٧٠٤
	أ - أسهم وسندات مقيدة	٣٦٨٢	٥٦٣١	٤٠٥٤	٦٩٠٩	٧٣١٤	٩٦٢٦	١١٦٤٨	١١١٨٤	٥١٨٦٢	٢٦٠٩٦٤	٢٢٧٩٥٢١	١١٤٢٥١٠	٦٧٢٦٤٩	٨٩٢٢٩١	١٢٧٦٢١٦	١١٤٢٤١٠	٦٠٣٢٢٩
	ب - أسهم وسندات غير مقيدة	١٩٤	٢٩٦	٢١٣	٣٦٢	٥٤٤	٦٧٩	٨٥٥	٧٥٠	٤٢٨٨٠	٢٠٨٦٥١	٣٦٨٤٣	٨٢٨٤١	١٤٥٦٤	١٢٩٠٩	١٠١٥٤	٥٥٢١	٨٩٤٧٥
٤	عدد الشركات المقيدة المتداول أوراقها خلال العام	١٣٥	١٥١	١٦٩	١٧٩	١٩٩	٢١٨	٢٣٩	٢٦٤	٣٠٠	٣٥٢	٣٥٤	٤١٦	٥٥١	٦٦٣	٦٥٩	٦٣٤	٥٦٥
٥	عدد الشركات المقيدة في نهاية العام	٣٨٧	٤٣٠	٤٨٤	٥١٠	٥٧٣	٦٢٧	٦٥٦	٦٧٤	٧٠٠	٧٤٦	٦٤٦	٦٥٠	٨٦١	١٠٣٢	١٠٧٦	١١١٠	١١٥٣
٦	عدد الأسهم المقيدة في نهاية العام (بالمليون)	٢٦٠,٦	٣٣٤,٩	٣٤٧,٠	٣٥٧,٦	٣٧٢,٨	٣٩٤,١	٤٠٥,٨	٤٢٤,٠	٤٥١,٠	١١١٦,٧	١٣٨٧,٩	١٨٥٤,٢	٣٣٥٤	٤٣٩٣	٤٦٧٢,٨	٥٤٧٣,٢	٥٤٨٥,٠
٧	راس المال الأسمي للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)	٢٥٤٤	٣٦٣٧	٤٢٩٨	٤٧٢٥	٥١٥٨	٦٢٨٣	٨٠٩٨	٨٨٩٠	٨٠٥١	١١٠٥٣	١٣٦٧٣	١٨٢٩١	٢٣٨٣٦	٤٧٠٧٧	٧٤٦٣٨	٨٣٠٢٠	٩٠٦٧٣
٨	راس المال السوقي للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)	٢٣٢٣	٤٠٢١	٤١٤٧	٤٣٨١	٥٠٧١	٨٨٤٥	١٠٨٤٥	١٢٨٠٧	١٤٤٨٠	٢٧٤٢٠	٤٨٠٨٦	٧٠٨٧٣	٨٣١٤٠	١١٢٣٣١	١١٩٧٧٨	١١١٢٣٣	١٢١٠٩٥
٩	نسبة راس المال السوقي/ راس المال الاسمي	٠,٩	١,١	١,٠	٠,٩	١,٠	١,٤	١,٣	١,٤	١,٨	٢,٥	٢,٥	٢,٩	٣,٠	٣,١	٢,٠	٢,٠	٢,٠

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، مركز المعلومات

٢- أهم الشركات والمؤسسات المالية التى إستحدثها القانون ودورها فى تنشيط البورصة:

دعا القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ إلى تنظيم الشركات العاملة فى الأوراق المالية وذلك من خلال تنظيم الأنشطة التى تقوم بهاهذه الشركات، أومن خلال إستحداث شركات ومؤسسات مالية جديدة مثل شركات رأس المال المخاطر وصناديق الإستثمار وإتحاد العاملين المساهمين، ونعرض فى إيجاز أهمية هذه المؤسسات المالية لدعم وتنشيط البورصة.

شركات رأس المال المخاطر

هى شركات غير تقليدية لا تدير شركات أو مشروعات تؤسسها بنفسها، ولكنها شركات تهدف إلى إقتناص فرص إستثمارية يمكن أن تحقق لها عوائد غير عادية، وذلك عن طريق قيامها بتقديم التمويل للمشروعات التى تمتلك براءات إختراع أوتعتزم تطبيق تكنولوجيا جديدة، ويرتبط نشاط هذه الشركات بتمويل المشروعات التى يتوقع لها نمو سريع، كما يمتد نشاطها إلى تدعيم وإدارة الشركات المتعثرة، حيث ينطوى الإستثمار فيها على درجة عالية من المخاطر - نتيجة لإختلال فى هياكلها التمويلية أو عدم كفاءة الإستثمار أو ضعف تنظيمها وإدارتها - وذلك عن طريق دعمها ماليًا أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية لها، وتقدم هذه الشركات التمويل فى شكل مساهمة فى رأس مال الشركة الممولة بعد الإتفاق على العائد المطلوب على رأس المال، كما تتقاضى أيضًا عمولة عند تقديم الخبرات الفنية والإدارية لهذه الشركة-الممولة، ويمكن ان تسترد هذه الشركات أموالها المستثمرة فى معظم الأحوال بقيامها ببيع الأوراق المالية التى بحوزتها فى السوق الثانوية، أو بيعها لشركة رأس مال مخاطر جديدة أو مستثمرين جدد وفقًا لشروط معينة، والخروج من المخاطرة.

بناءً على ما سبق فإن وجود نشاط رأس المال المخاطر يلعب دورًا كبيرًا فى تمويل المشروعات الجديدة، كما يساهم فى زيادة القدرة

الإنتاجية للمشروعات القائمة من خلال المساهمة فى نقل التكنولوجيا الحديثة إليها، إلى جانب تشغيل الطاقات المعطلة للشركات المتعثرة عن طريق المساهمة فى إصلاح هياكلها التمويلية والإدارية من خلال تقديم التمويل اللازم والخبرات الفنية والإدارية لهذه الشركات، وهذا يسهم بدرجة كبيرة فى زيادة القيمة المضافة إلى جانب المساهمة فى تنشيط سوقى الإصدار والتداول فى البورصة. لذا فالسوق المصرية تحتاج لنشاط رأس المال المخاطر فى المرحلة الحالية خصوصًا مع تنفيذ برنامج الخصخصة الملئ بفرص العمل لمثل هذه الشركات[1].

ومما هو جدير بالذكر أن شركات رأس المال المخاطر تم إدراجها ضمن الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال، وبذلك وجد لأول مرة فى السوق المصرية سند قانونى لإمكانية قيام هذا النشاط، ونظرًا لأن شركات رأس المال المخاطر تُعد من الشركات الجديدة على السوق المصرية الذى إستحدثها قانون رأس المال، فلابد أن تقوم الهيئة العامة لسوق المال بعمل توعية كاملة عن هذه الشركات حتى يتسنى للمستثمرين فهم طبيعة نشاطها، مما يدفعهم إلى تأسيسها وإنشائها خاصة وأن من شأنها تنشيط كل من سوقى الإصدار والتداول من خلال الأوراق المالية التى ستطرحها الشركات التى تقوم بتمويلها.

• صناديق الإستثمار

يمكن تعريف صناديق الإستثمار بأنها عبارة عن أوعية أو مؤسسات مالية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد، وتقوم بتوجيهها إلى مجالات الإستثمار فى الأوراق المالية، وذلك من خلال جهة ذات خبرة فى إدارة محافظ الأوراق المالية[1]، فهى أحد أساليب الإستثمار الجماعى

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، مرجع سبق ذكره، ص ٢١٣ .

(٢) د. منى قاسم. صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين. القاهرة-الدار المصرية اللبنانية، سنة ١٩٩٥، ص ٤٥ .

المرتبطة تمامًا بسوق الأوراق المالية، فهى تعمل على إنسياب المدخرات القومية إلى سوق الأوراق المالية فى ظل إدارة جماعية لهذه المدخرات.

وقد إستحدث القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ صناديق الإستثمار كأحد المؤسسات العاملة فى السوق المصرية لأول مرة، وقد أدرج هذه المؤسسات ضمن الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، ثم أفرد المشرع لصناديق الإستثمار فصلاً كاملاً ثم تبعته اللائحة التنفيذية بالأحكام التفصيلية، وقد أجاز القانون للبنوك، وشركات التأمين أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الإستثمار، ولا شك أن ذلك يشجع البنوك وشركات التأمين على الدخول بفاعلية فى سوق الأوراق المالية، لما تتمتع به من خبرة وسمعة طيبة بين المدخرين والمستثمرين، الأمر الذى يترتب عليه تنشيط سوق الأوراق المالية، ويظهر ذلك بوضوح من الجدول رقم (٦) الخاص ببيان صناديق الإستثمار التى تم الترخيص لها بمزاولة النشاط فى السوق المصرية منذ صدور اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى نهاية سنة ١٩٩٥، ويتضح منه أن البنوك وشركات التأمين هم اللذين قاموا بإنشاء معظمها.

جدول رقم (٦)

«بيان بصناديق الاستثمار التي تم الترخيص لها بمزاولة النشاط في السوق المصرية» منذ صدور اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وحتي نهاية عام ١٩٩٥

م	اسم الصندوق	راس المال المصدر (بالمليون جنيه)	رقم الترخيص	رقم الترخيص	قيمة الوثائق (بالمليون جنيه)(١)
١	صندوق استثمار البنك الأهلي الأول	٥,٠	٢٥	١٩٩٤/٦/٢٦	١٠٠,٠
٢	صندوق استثمار البنك المصري الأمريكي	١٠,٠	٣٠	١٩٩٤/٨/١٧	٢٠٠,٠
٣	صندوق استثمار بنك الإسكندرية	١٠,٠	٣١	١٩٩٤/٩/٢٨	٢٠٠,٠
٤	صندوق استثمار بنك مصر «الأول»	١٥,٠	٣٨	١٩٩٤/١٢/١٣	٣٠٠,٠
٥	صندوق استثمار المستثمرين المتحدين للتامين	٥,٠	٦٤	١٩٩٥/٥/٢٥	١٠٠,٠
٦	صندوق استثمار بنك مصر «الثاني»	١٠,٠	٦٩	١٩٩٥/٦/١٢	٢٠٠,٠
٧	صندوق استثمار البنك الأهلي «الثاني»	١٠,٠	٧٠	١٩٩٥/٦/١٢	٢٠٠,٠
٨	صندوق استثمار بنك القاهرة «الأول»	٥,٠	٩٢	١٩٩٥/٩/١٧	١٠٠,٠
٩	صندوق استثمار أورينت(٢) تراست	١٠,٠	١٠٨	١٩٩٥/١١/١١	١٠٠,٠

● المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، الإدارة العامة للمعلومات، بيانات غير منشورة.

(١) الحد الأقصى لقيمة وثائق الاستثمار لايتجاوز عشرة أمثال رأس المال بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تأخذ شكل شركات مساهمة، ولايتجاوز عشرين مثل رأس المال المخصص لمباشرة هذا النشاط بالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين.

المادة رقم (١٤٧)، والمادة رقم (١٧٦) من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) صندوق استثمار في شكل شركة مساهمة.

كما صدر القرار الوزارى رقم ٩٣٥ سنة ١٩٩٦ من وزير الإقتصاد بتحديد رأس مال صناديق الإستثمار بما لا يقل رأسمال الصندوق عن عشرة ملايين جنيه فى صورة مبالغ نقدية مدفوعه بالكامل، وحظر طرح أسهم الصندوق أو تلقى أموال المستثمرين عن طريق الإكتتاب العام، كما أوجب على مؤسس صندوق الإستثمار أن يتضمن النظام الأساسى للصندوق كافة أوجه نشاطه وألاّ تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى أوراق مالية لشركة واحدة على ٢٥٪ من أموال الصندوق[1].

ومما لا شك فيه أن وجود صناديق الإستثمار كأحد المؤسسات المالية العاملة فى السوق المصرية له عدة مزايا أهمها ما يلى:

١- المساهمة فى تشجيع الأفراد على إستثمار مدخراتهم فى سوق الأوراق المالية (خاصة صغار المدخرين):

فهى تعتبر أفضل وسيلة لمساعدة صغار المستثمرين الذين يملكون كمية محدودة من الأموال على الإستثمار فى الأوراق المالية حيث تتحقق لهم مزايا هامة أهمها ما يلى:

أ - الإستفادة من الخبرات والمهارات الإدارية المحترفة والتى لديها معرفة بأحوال السوق ويمكنها تحقيق أرباح فضلاً عن تحقيق زيادة رأسمالية للأوراق المالية، ويستفيد منهما معًا صغار المستثمرين.

ب - إنخفاض مستوى المخاطرة حيث تعمل صناديق الإستثمار على توزيع مخاطر الإستثمار فى الأوراق المالية بتنويع الأوراق المالية، وحيث أن ملكية المستثمر شائعة وليست محصورة فى أوراق محددة فإن مستوى المخاطرة ينخفض.

---

(١) القرار ٩٣٥ لسنة ١٩٩٦، نشر بجريدة الوقائع المصرية-العدد الأول فى ١/ ١/ ١٩٩٧.

ج ـ تحقيق المرونة والمواءمة بين مصالح المستثمرين حيث تقوم بعض شركات الإستثمار المؤسسة لعدة صناديق إستثمار ذات أهداف مختلفة بإعطاء المستثمر الحق فى تحويل إستثماراته من صندوق الى آخر فى مقابل رسوم ضئيلة[1].

٢ ـ صناديق الإستثمار أداة هامة لتنشيط سوق الأوراق المالية :

ذلك أنه اذا كانت هذه الصناديق جاذبة للمدخرات وفقًا للمزايا الموضحة سابقًا فإن حصيلة بيع وثائق إستثمار هذه الصناديق تعد بمثابة قوة شرائية جديدة تستخدمها صناديق الإستثمار فى بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية، وهو ما ينعكس إيجابيًا على نشاط السوق.

فضلاً عن ذلك فإن وثائق الإستثمار التى تصدرها صناديق الإستثمار والتى يمكن قيدها وتداولها فى البورصة تُعد بمثابة ورقة مالية جديدة يمكن أن تساهم بدورها فى توسيع نطاق العرض فى البورصة، ومن ثم تساهم فى تنشيط حركة التعامل فيها، يتضح ذلك من الجدول رقم (٧) الذى يوضح أن التعامل فى وثائق صناديق الإستثمار قد حقق قيمة سوقية قدرها ثلاثة مليارات وخمسمائة وأربعة وخمسون مليون جنيه مصرى عام ١٩٩٨/ ١٩٩٩ وقد إرتفع عدد العمليات كما زادت كمية الوثائق المتعامل عليها عام ١٩٩٩/ ٢٠٠٠ لتصل قيمة وثائق صناديق الإستثمار السوقية فى هذا العام إلى أربعة مليارات ومائتان وخمسة وثلاثون مليون جنيهًا، كما نلاحظ من الجدول رقم (٨) أن التعامل على وثائق صناديق الإستثمار لم يبدأ إلا عام ١٩٩٨/ ١٩٩٩ فقط وأن عام ١٩٩٧/ ١٩٩٨ لم تكن فيه وثائق لصناديق الإستثمار بعد.

---

(١) د. منير ابراهيم هندى، صناديق الإستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين، الإسكندرية، دار منشأة المعارف، سنة ١٩٩٤، ص ٤١ .

٣- صناديق الإستثمار أداة هامة فى تدعيم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية:

فهى يمكنها أن تقوم بدور المروج لأسهم شركات قطاع الأعمال العام، بما يتوافر لديها من قدرة مالية تمكنها من إستيعاب نوعيات كثيرة من أسهم الشركات المطروحة للبيع، والتى يتم إختيارها وفقاً لدراسات فنية تقوم بها الشركات المتخصصة فى إدارة هذه الصناديق.

مما تقدم تتضح أهمية صناديق الإستثمار كمؤسسات مالية مستحدثة فى زيادة تنشيط بورصة الأوراق المالية وبالتالى دعم الإقتصاد القومى.

جدول رقم (٧)

التعامل في السندات ووثائق صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية

خلال السنة المالية	عدد العمليات	١٩٩٩/٩٨ الكمية بالوحدة	القيمة السوقية بالألف	عدد العمليات	٩٩/ ٢٠٠٠ الكمية بالوحدة	القيمة السوقية بالألف
سندات بالجنيه	٢١١٠	١٨٥٢٧٢٧	١٨١٢٨٧٤	١١٩٣	٢٥٩٢٤١٨	٢٥٢٠٣٣٥
داخل المقصورة	٢٠٧٨	١٦٩٨٣٢٠	١٦٥٦٢٦٣	١١٩٣	٢٥٩٢٤١٨	٢٥٠٣٣٥
خارج المقصورة	٣٢	١٥٤٤٠٧	١٥٦٦١١	-	-	
سندات بالدولار	٤٤	١٧٢٨	١٧١	٣٠	٩٤٤٧	٣٢٩٧
داخل المقصورة	٤٤	١٧٢٨	١٧١	٣٠	٩٤٤٧	٣٢٩٧
خارج المقصورة	-	-	-	-	-	-
وثائق صناديق الاستثمار	٢٣	٣٧٤٥	٣٥٥٤	٣٧	٢٤٠٩٣	٤٢٣٥
داخل المقصورة	٢٣	٣٧٤٥	٣٥٥٤	٣٧	٢٤٠٩٣	٤٢٣٥

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال

جدول رقم (٨)

التعامل في السندات ووثائق صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية

خلال السنة المالية	عدد العمليات ٩٧/ ١٩٩٨	الكمية بالوحدة ٩٧/ ١٩٩٨	القيمة السوقية بالألف ٩٧/ ١٩٩٨	عدد العمليات ١٩٩٩/٩٨	الكمية بالوحدة ١٩٩٩/٩٨	القيمة السوقية بالألف ١٩٩٩/٩٨
سندات بالجنيه	٢٣٢١	٥١٠٦٣٤٠	٧٨٨٢٠٠	٢١١٠	١٨٥٢٧٢٧	١٨١٢٨٧٤
داخل المقصورة	٢٣٠٥	٥٠٨٥٤٧٢	٧٨٠٣٢٣	٢٠٧٨	١٦٩٨٣٢٠	١٦٥٦٢٦٣
خارج المقصورة	١٦	٢٠٨٦٨	٧٨٧٧	٢٢	١٥٤٤٠٧	١٥٦٦١١
سندات بالدولار	١٠٢	٧٥٦٤٠٥	١٢٣٢	٤٤	١٧٢٨	١٧١
داخل المقصورة	٩٦	٧٤٩١٨٠	٩٢٨	٤٤	١٧٢٨	١٧١
خارج المقصورة	٦	٧٢٣٥	٣٠٤	-	-	-
وثائق صناديق الاستثمار	-	-	-	٢٣	٣٧٤٥	٣٥٥٤
داخل المقصورة	-	-	-	٢٣	٣٧٤٥	٣٥٥٤

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال

إتحاد العاملين المساهمين:

لم ينظم قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ مسألة بيع قدر من أسهم الشركات التابعة للعاملين بمناسبة برنامج التحول إلى القطاع الخاص، على أن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أجاز للعاملين فى شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم تأسيس إتحاد يسمى «إتحاد العاملين المساهمين» يكون له الشخصية المعنوية ويتملك لصالحهم بعض أسهم الشركة، بموافقة جماعة المؤسسين للشركة أو جمعيتها العامة غير العادية، دون إخلال بحق الإتحاد فى شراء الأسهم المقيدة أو المتداولة فى بورصة الأوراق المالية، (المادة ٧٤ من القانون)[1].

ونتناول فيما يلى قواعد تأسيس إتحادات العاملين المساهمين وأحكامها وفقاً لنصوص القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية.

● الشركة التى يجوز لها تكوين إتحادات عاملين مساهمين: أوضحت اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الشركات التى يكون للعاملين فيها الحق فى إنشاء الإتحاد وهى:

أ ـ الشركات الخاضعة لأحكام قانون هيئات القطاع العام وشركاته الصادرة بالقانون رقم ٩٧ لسنة ١٩٨٣، بشرط أن تكون من الشركات التى يساهم فيها أشخاص القانون الخاص مع الأشخاص العامة فى رأس مال الشركة، فيجوز فى هذه الحالة تداول الأسهم المملوكة للأفراد والأشخاص الإعتبارية الخاصة وقيدها فى بورصة الأوراق المالية، أما الشركات التى يمتلكها الأشخاص العامة أو شركات وبنوك القطاع العام فقد حظر القانون ٩٧ لسنة ١٩٨٣ بيع أسهمها للعاملين أو لغيرهم من أشخاص القانون الخاص.

---

(١) د. حسام الدين عبد الغنى، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية، كلية الحقوق، سنة ١٩٩٤، ص ١١٥.

ب ـ الشركات التابعة الخاضعة لأحكام القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١، وقد قرر هذا القانون جواز تداول أسهم الشركات التابعة فى بورصة الأوراق المالية، وبالتالى يجوز للعاملين فى هذه الشركات تكوين إتحادات عاملين مساهمين للإستفادة من المزايا التى قررها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، أما الشركات القابضة فأسهمها مملوكة بالكامل للدولة أو لأشخاص إعتبارية عامة وبالتالى لا يجوز للعاملين فيها تكوين إتحادات عاملين مساهمين، ولا يجوز تداولها إلا فيما بين أشخاص القانون العام.

ج ـ شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم، وهى الشركات الخاضعة لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أو قانون حوافز وضمانات الإستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧، ويجوز لهذه الشركات تكوين إتحادات عاملين مساهمين شريطة ألا يقل رأس مال الشركة عن مليون جنيه، وألا يقل عدد العاملين الدائمين فيها عن خمسين عاملاً.

● **تأسيس إتحاد العاملين** :أوجبت اللائحة أن يكون الإتحاد مسجلاً لدى الهيئة العامة لسوق المال، وأن يكون له نظام داخلى مكتوب، وقصرت الإشتراك فى تأسيس الإتحاد أو الإنضمام إلى عضويته على العاملين بالشركة دون سواهم، كما أوجبت ألا يقل عدد أعضاء الإتحاد عند تسجيله عن عشرين عضوًا، وقد أوجبت المادة ١٩٠ من اللائحة التنفيذية صدور قرار من الهيئة العامة لسوق المال بإنشاء الإتحاد، وتتولى الهيئة تسجيل نظامه فى السجل المعد لذلك، وتثبت الشخصية المعنوية للإتحاد من اليوم التالى لصدور قرار إنشائه، ويقتصر حق العاملين أعضاء الإتحاد على الأرباح التى تدرها الأسهم، فالأسهم لا تعتبر مملوكة لأعضاء الإتحاد،بل يتملكها الإتحاد بماله من شخصية إعتبارية مستقلةعن الأعضاء.-

● **غرض الإتحاد**:اوضحت المادة ٧٤ من قانون سوق رأس المال أن الغرض الرئيسى للإتحاد هو تمليك بعض أسهم الشركة لصالح العاملين.

● **كيفية تمويل شراء أسهم العاملين:** لم يضع المشرع المصرى قواعد خاصة لتمويل شراء العاملين لأسهم الشركات بمناسبة التحول إلى القطاع الخاص، غير أنه يجوز وفقًا للقواعد العامة تمويل شراء الأسهم من نصيب العاملين فى الأرباح السنوية التى تحققها الشركة.

● **طرق بيع الأسهم للعاملين والمزايا المقررة لهم:** هناك عدة طرق لتمليك العاملين لأسهم الشركات التابعة أهمها :

أ ـ بيع الشركة القابضة لعدد من أسهمها فى رأسمال الشركة التابعة لإتحاد العاملين المساهمين التى تأسست لهذا الغرض بالشركات التابعة، وإذا كان القانون لم يقرر أى مزايا لإتحادات العاملين المساهمين لتمكينها من شراء الأسهم، إلا أن الحكومة أعلنت العزم على تقديم تيسيرات لتمكينها من شراء الأسهم بسعر مخفض بالإضافة إلى تقسيط الثمن على عدة سنوات. ومن الجدير بالذكر أنه يجوز لإتحاد العاملين المساهمين شراء الأسهم من بورصة الأوراق المالية.

ب ـ بيع الشركة القابضة لعدد من أسهمها فى رأسمال الشركات التابعة للعاملين فيها مباشرة وتختلف هذه الطريقة عن الأولى، إذ يتحول عمال الشركات التابعة الذين يقبلون على الشراء إلى مساهمين يكون لهم كافة الحقوق التى تخولها الأسهم لأصحابها، فيحق لهم حضور الجمعية العامة للشركة التابعة والإشتراك فى التصويت والحصول على نسبة من الأرباح شأن باقى المساهمين، ولم يتحدث المشرع عن مزايا خاصة للعاملين لتشجيعهم على شراء الأسهم بمناسبة برنامج التحول إلى القطاع الخاص، غير أنه يمكن إستخدام المبالغ المخصصة للعاملين من أرباح الشركة فى تمويل شراء الأسهم للعاملين.

ج ـ شراء الشركة التابعة لعدد من أسهمها بقصد توزيعها على العاملين، وتحصل الشركة التابعة على الأسهم إما بطريق الشراء من الشركة القابضة بإعتبارها مالكة الأسهم، أو بطريق الشراء من بورصة الأوراق المالية على أن تنقلها للعاملين بالشركة، أو لإتحاد العاملين

المساهمين خلال سنة من تاريخ شرائها على الأكثر، وقد قررت المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ (قانون الشركات) ميزة العاملين لتشجيعهم على شراء الأسهم، فأجازت للشركة تحصيل قيمة الأسهم من للعاملين بطريق الخصم من مرتباتهم على أقساط شهرية متساوية، كما يجوز للعاملين أن يطلبوا سداد قيمة هذه الأسهم من الأرباح المقررة لهم.

د - زيادة رأسمال الشركة التابعة وتخصيص أسهم الزيادة كلها أو بعضها للعاملين.

وقد أوضحت المادة ٢٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ إختصاص الجمعية العامة غير العادية للشركة التابعة بإتخاذ قرار زيادة رأس المال المرخص به أو المصدر فى حالة عدم وجود رأس مال مرخص به، ويجوز تخصيص أسهم زيادة رأس المال كلها أو بعضها إما للعاملين مباشرة، أو لإتحاد العاملين المساهمين.

ومن إستعراض أحكام تأسيس إتحاد العاملين المساهمين وأغراضه وكيفية تمويل شراء أسهم للعاملين وطرق بيع الأسهم لهم والمزايا المقررة لهم، تتضح لنا أهمية هذه المؤسسة المالية التى إستحدثها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ليكون لها دورًا مؤثرًا فى زيادة تنشيط بورصة الأوراق المالية.

ويتضح مدى تأثير إتحاد العاملين المساهمين على بورصة الأوراق المالية مما يحققه من فوائد للبورصة أهمها:

■ توسيع قاعدة الملكية وخلق طائفة جديدة من المتعاملين فى البورصة هم العاملين بالشركات المعنية بهذه الإتحادات.

■ زيادة الطلب على الأسهم بما يؤدى إلى زيادة نشاط البورصة.

■ جذب فوائض أرباح العاملين لإستثمارها فى البورصة بما يدعم وينمى بورصة الأوراق المالية.

٣- الأحكام الإيجابية فى القانون، ودوره فى مرونة حركة رؤوس الأموال:

● أعطى القانون إعفاءات ضريبية للأوراق المالية وعمليات بيعها وشرائها لتتساوى مع المزايا المقررة للأوعية الإدخارية الأخرى كشهادات الإستثمار والودائع بالبنوك، بما يكون له أكبر الأثر فى زيادة تنشيط حركة البيع والشراء بالبورصة وتشجيع الاستثمار فى الأوراق المالية، وزيادة حركة رؤوس الأموال بما لها من تأثير ايجابى على نمو الإقتصاد القومى، وتتمثل هذه الإعفاءات فيما يلى:

أ- إعفاء الأسهم من ضريبة الدمغة النسبيةعند الإصدار،ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية،وكذلك إعفاء الأرباح الموزعةعن هذه الأسهم من الضريبة العامة على الدخل.

ب-أعفى القانون السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى المماثلة من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار، ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية، كما أعفى عائد تلك الأوراق من الضريبة على رؤوس الأموال المنقولة وكذلك الضريبة العامة على الدخل، وقد إشترط القانون للتمتع بالاعفاءات السابقة أن تكون الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أوصكوك تمويل أو أية أوراق أخرى مماثلة، مقيدة فى الجداول الرسمية للبورصة.

● ساهم القانون فى تشجيع إنشاء شركات الإكتتاب العام، وذلك بأن أعطى أولوية لهذه الشركات للقيد فى الجداول الرسمية للبورصة ومن ثم الإستفادة من الإعفاءات الضريبية السابق ذكرها.

● إستحدث القانون أداة مالية جديدة، هى الأسهم لحاملها، وذلك بهدف زيادة حوافز الإستثمار لمختلف نوعيات المستثمرين فى السوق المصرية، وهو ما يؤدى الى زيادة نشاط سوقى الإصدار والتداول، ويسهل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

● أباح القانون للشركات إصدار جميع أنواع السندات وأطلق لها حرية تحديد العائد دون التقيد بالحد الأقصى الوارد فى القانون المدنى وهى

٧٪، وقد قصر تحديد هذا العائد على الجمعيات العمومية للشركات لتشجيعها على إصدار السندات، وهو ما يؤدى إلى زيادة مساهمة الأفراد والشركات فى البورصة، وبالتالى يؤدى إلى نشاطها، ويتضح ذلك من الجدول رقم (٩) حيث من الملاحظ أن هناك زيادة كبيرة فى قيمة السندات المقيدة بالسوق عام ٢٠٠٠ تماثل خمسة أضعاف قيمة السندات المقيدة فى عام ١٩٩٤م، وهذه الزيادة تحققت فى السندات الحكومية وفى سندات البنوك والشركات على السواء، كما يلاحظ أن هناك طفره كبيرة قد حدثت فى قيمة السندات المقيدة فى سوق الأوراق المالية ما بين أعوام ١٩٩٤، ١٩٩٥، وما بين باقى الأعوام حتى عام ٢٠٠٠[١] .

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دارسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧ .

جدول رقم (٩)

السندات المصدرة في سوق الأوراق المالية

(القيمة بالمليون جنيه)

نهاية يونيو	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠
المقيدة بالسوق	٣٨٨	٣٦٧	٣٧٨٨	٨٩٧١	١٠١٢١	١٥٣٢٤	١٥٧٨١
سندات حكومية	٣٥٦	٣٣٥	٣٤٧٧	٧٧٧٠	٧٩٨٥	١٢١٢٨	١١١٥٨
سندات بنوك	٢	٢	٢١١	١١٠١	١٩٦٦	١٩٦٦	٢٥٢٨
سندات شركات	٣٠	٣٠	١٠٠	١٠٠	١٧٠	١٢٣٠	٢٠٩٥
غير المقيدة	٥٩	٣٢٧٤	٥٢٥	٩٩٦	٥٥٤	٤٠٢١	٤٤٠٥
سندات حكومية	٥٩	٣٢٠٤	٣٢٥	٢٢٦	١٩٤	٢١٤٦	٣٠٠٠
سندات بنوك	-	-	٢٠٠	٧٤٠	١٥٠	١٢٠٠	٧٥١
سندات شركات	-	٧٠	-	٣٠	٢١٠	٦٧٥	٦٥٤
الإجمالي	٤٤٧	٣٦٤١	٤٣١٣	٩٩٦٧	١٠٦٧٥	١٩٣٤٥	٢٠١٨٦
سندات حكومية	٤١٥	٣٥٣٩	٣٨٠٢	٧٩٩٦	٨١٧٩	١٤٢٧٤	١٤١٥٨
سندات بنوك	٢	٢	٤١١	١٨٤١	٢١١٦	٣١٦٦	٣٢٧٩
سندات شركات	٣٠	١٠٠	١٠٠	١٣٠	٣٨٠	١٩٠٥	٢٧٤٩

المصدر: بورصة الأوراق المالية بالقاهرة.

● نظم القانون الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، وإستحدث مؤسسات مالية جديدة، مثل صناديق الإستثمار وشركات رأس المال المخاطر، وألزم القانون هذه الشركات أن تتخذ شكل الشركات المساهمة أو التوصية بالأسهم، وليس شكل مؤسسات فردية، كما سمح بإنشاء شركات الوساطة المالية التى تعمل فى مجال الأوراق المالية، مما يغطى أوجه القصور السابقة التى كانت تسيطر على السوق وتمنع من إجتذاب المؤسسات المالية العالمية من العمل فى السوق المصرية[1].

● السماح للبنوك وشركات التأمين بأن تباشر بنفسها نشاط صناديق الإستثمار، مما يؤدى إلى زيادة ثقة الأفراد المتعاملين فى البورصة وزيادة حركة ونشاط البورصة.

● إستحدث نظام التحكيم الإجبارى لتسوية المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام القانون فيما بين المتعاملين فى مجال الأوراق المالية، وذلك للإسراع فى حل تلك المنازعات، وهو مطلب أساسى نادى به الفقهاء ورجال الإقتصاد والمستثمرون حتى أعاد الثقة فى سرعة رد الحقوق لأصحابها عند وجود أى نزاع، وإن كان يؤخذ على نظام التحكيم الإجبارى أنه مخالف للدستور لحرمان أحد طرفى النزاع من اللجوء لقاضيه الطبيعى، وكان الأجدر أن يكون التحكيم إختياريًا حتى يتم تفادى الوقوع فى عدم الدستورية.

● تنظيم التظلم من القرارات الإدارية التى تصدر طبقًا لأحكام القانون أو لائحته التنفيذية أو القرارات الصادرة تنفيذًا له.

● السماح للعاملين فى شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بتأسيس إتحاد العاملين المساهمين لتتملك لصالحهم بعض أسهم الشركة[2]، وهو ما يؤدى الى زيادة الوعى بالإستثمار فى الأوراق المالية،

---

(١) د. ناجى خشبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٣٤٤ .

(٢) وهو ما يعرف بنظام الإيسوب، (نظام تملك العاملين للأسهم كوسيلة جديدة لتمويل الشركات).

وتوجيه المدخرات الصغيرة نحوها مما يساهم فى تنشيط سوق الأوراق المالية وإيجاد طبقة جديدة من صغار المتعاملين بالبورصة.

● تقرير رقابة فعالة لهيئة سوق المال على إصدار الأوراق المالية وإمدادها بالمعلومات الدورية الدقيقة عن حركة التعامل فى الأوراق المالية وعن الشركات المصدرة لهذه الأوراق بما يعطى مجالاً واسعًا للشفافية وتوافر المعلومات، بما يوفر عوامل الثقة والأمان للمتعاملين فى البورصة.

٤- بعض سلبيات القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢:

على الرغم من أن القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ يعتبر من أهم القوانين المنظمة للبورصة والمؤثرة فيها بالإيجاب، والمدعمة لنشاط سوق الأوراق المالية والجاذبة للإستثمارات فى البورصة، إلاّ أن بعض أحكامه قد تكون لها آثار سلبية على البورصة.

ونتناول هذه الأحكام فيما يلى:

أ ـ منح القانون سلطة وإختصاصات واسعة لرئيس هيئة سوق المال ومجلس إدارتها، حيث أعطت المادة ١٠ من القانون لمجلس إدارة الهيئة الحق فى وقف قرارات الجمعية العامة للشركة ومجلس إدارتها، وذلك بناء على طلب المساهمين الذين يملكون ٥٪ على الأقل من أسهم الشركة وذلك وفقًا لأسباب جدية، وهذه المادة تخالف ما جاء بقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والذى قضى فى المادة ٧٦ منه بأن قرارات الجمعية العامة تصدر بأغلبية عدد الأصوات، كما أن هذه المادة تمثل إجحافًا بحقوق أصحاب ٩٥٪ من الأسهم، خاصة وأن مفهوم الجدية سوف يحدده مجلس إدارة الهيئة.

كما أعطى القانون من خلال المادة ٢١ إختصاصات واسعة لرئيس هيئة سوق المال، حيث تجيز أن يقرر رئيسها وقف عروض وطلبات التداول وإلغاء العمليات التى تعقد بالمخالفة للقانون ووقف التعامل على الورقة المالية، كما أعطت المادة ٢٢ لرئيس الهيئة صلاحيات فى أن يقرر

تعيين حدا أعلى وحدًا أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار إقفال اليوم السابق على القرار وذلك إذا ما طرأت ظروف خطيرة، ومن المعروف أن الهيئة العامة لسوق المال أنشئت بالقرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٨٠ لتكون هيئة إستشارية للدولة فى جميع أمور سوق المال، غير أنها فى القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قد تخطت ذلك الدور الإستشارى والإشرافى لتتدخل فى التنفيذ، وعمد هذا القانون إلى إلغاء قانون لائحة البورصات رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧، والذى نظم البورصات كأشخاص إعتبارية عامة تدير أموالها ولها أهلية التقاضى ليغير شكلها القانونى إلى إدارات أشبة بالإدارات الحكومية تابعة لهيئة سوق المال وهو ما يتعارض مع سياسة التحرر الاقتصادى(١).

ب - أعطى القانون من خلال المادة ٣٠ سلطة لرئيس الهيئة فى وقف نشاط الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية إذا خالفت أحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أو لائحته التنفيذية، أو قرارات مجلس إدارة الهيئة أو إذا فقدت أى شرط من شروط الترخيص، ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو إستكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التى يحددها رئيس الهيئة، ويعلن عن ذلك فى صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتى الإنتشار على نفقة الشركة، فإذا إنتهت المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التى تم الوقف من أجلها، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص، وهذا الاجراء وإن كان من الناحية النظرية ضروريا لحسن إدارة سوق الأوراق المالية، إلاّ إنه من الناحية العملية يمثل أكبر الضرر بهذا السوق، إذ إن المتتبع للصحف اليومية يجد الإعلان بصفة مستمرة عن وقف هذه الشركة أو تلك لأسباب مخالفة القانون، مما يؤثر على ثقة الأفراد بالشركات العاملة فى البورصة، مما يؤدى إلى إحجام الكثيرين عن الإستثمار فى البورصة، فضلاً عما يؤديه وقف الشركة المخالفة من خسارة للمتعاملين الفعليين

---

(١) د. صلاح زين الدين، دراسة حول تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر، مجلة روح القوانين، العدد السادس، مطبعة جامعة طنطا، سنة ١٩٩٢ .

عن طريقها والتى تكون أسهمهم محفوظة لديها، حيث لا يستطيعون التصرف فى أوراقهم بالبيع، فيضيع ذلك عليهم فرص الربح، بل وتحقيق خسارة فى حالة هبوط السعر بعد ذلك، ويرى الباحث أن عقاب الشركة المخالفة بغرامة مالية كبيرة تكون رادعة وفى الوقت نفسه تكون بعيدة عن التأثير بالسلب على المستثمرين هو حل معتدل لسياسة عقاب المخالف دون التأثير على الغير.

ج- استحدث القانون فى الفقرة الثانية من المادة رقم ١١ والفقرة الثانية من المادة رقم ١٤ ضريبة رأسمالية جديدة لم تكن مفروضة من قبل، مقدارها ٢٪ على الربح الرأسمالى الذى يتحقق نتيجة بيع الأوراق المالية أيًا كان نوعها المقيدة فى الجدول الرسمى بالبورصة، وهو ما يعنى أنه مقابل الإعفاءات التى قررها القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للأوراق المالية المقيدة بالجدول الرسمى بالبورصة سواء من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار أو من ضريبة الدمغة النسبية السنوية، فقد تم فرض هذه الضريبة على هذه الأوراق بينما أعفيت الأرباح الرأسمالية للأوراق المالية المقيدة بالجدول غير الرسمى منها، وهو ما يترتب عليه وضع غير منطقى، حيث أصبحت الأوراق المالية المقيدة بالجدول الرسمى تخضع لضريبة لا تخضع لها الأوراق المقيدة بالجدول غير الرسمى، فإذا كان المستهدف من القيد بالجدول الرسمى هو تشجيع تأسيس شركات الإكتتاب العام، وتشجيع تداول الأوراق المالية بين الأفراد لتوسيع قاعدة الملكية، فكيف يتم إعطاء ميزة الإعفاء من هذه الضريبة بالنسبة للشركات المقيدة فى الجدول غير الرسمى، والتى لا يتم تداول أوراقها بين الأفراد لأنها شركات مغلقة فى معظمها[1]، كما يعد فرض هذه الضريبة حرمانًا لمالك الورقة من بعض المكاسب التى يجنيها من جراء إمتلاكها والتعامل فيها، لذا فقد تساهم هذه الضريبة فى إحجام المتعاملين عن التعامل فى السوق، بل لجوئهم إلى السوق المصرفية حيث

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، مرجع سابق الذكر، ص ١٨٤.

الإيداعات معفاة من جميع أنواع الضرائب بالإضافة الى إنعدام المخاطرة، هذا وقد تم تلافى هذا العيب فى القانون وإلغاء هذه الضريبة بموجب القانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٩٦[١] .

د ـ على الرغم من أن القانون أورد تنظيمًا تفصيليًا لصناديق الإستثمار فى فصل مستقل (المواد من ٣٥ إلى ٤١) وفى اللائحة التنفيذية (المواد من ١٤٠ الى ١٨٣)، إلاّ أنه لم يوضح المعاملة الضريبية لهذه الصناديق، وكذلك وثائق الإستثمار التى تصدرها هذه الصناديق سواء من حيث الخضوع للضريبة أو الإعفاء منها، مما قد يترتب عليه التخوف والحذر من جانب المستثمرين وجعلهم يحجمون عن الإقدام على إستثمار أموالهم فى هذه الأوعية الإستثمارية الجديدة، إلى جانب المدخرين الذين قد يحجمون أيضا عن التحول بمدخراتهم ذات العائد الثابت التى تتمتع بإعفاءات ضريبية محددة وثابتة، إلى إستثمارها فى أوعية إستثمارية جديدة يكتنفها الغموض فى معاملتها الضريبية، هذا وقد تم تدارك هذا الخطأ وقد تم إعفاء أرباح صناديق الإستثمار من الضريبة على أرباح شركات الأموال بموجب القانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦[٢].

هـ ـ نصت المادة ٥٢ من القانون على أن يتم الفصل فى المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام هذا القانون فيما بين المتعاملين فى مجال الأوراق المالية عن طريق التحكيم دون غيره، وإذا كان المشرع فى هذه المادة يريد الإسراع فى الحكم فى المنازعات والبعد بها عن المحاكم العادية وطول إنتظار الفصل فى المنازعات، إلا أن هذا النص يؤخذ عليه مخالفته للدستور والذى نص على حق كل مواطن فى اللجوء لقاضيه الطبيعى[٣].

---

(١) القانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٩٦، الجريدة الرسمية، العدد ٢٥ مكرر، ١٩٩٦/٦/٣٠.

(٢) القانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦، الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكرر، ١٩٩٦/٦٣٠/.

(٣) وقد صدر حكم بعدم دستورية آلية التحكيم فى فض منازعات الأوراق المالية عام ٢٠٠١ .
(الهيئة العامة لسوق المال- التقرير السنوى، سنة ٢٠٠١، ص ٢١)

ويرى الباحث أن الحل الأمثل لتلافى هذا العيب هو أن يكون حل المنازعات عن طريق التحكيم إذا إتفق الطرفان على ذلك مسبقًا، أى جعل التحكيم إختياريًا، وليس إجباريًا كما ورد بالنص المذكور، وفى هذه الحالة يكون النص متفقًا مع الدستور، لأن الطرفان يكونان قد تنازلا عن حق اللجوء للقاضى الطبيعى فى أى منازعات بخصوص هذا الإتفاق وإستبدلاه بالتحكيم.

المبحث الثانى
أهم القوانين والقرارات المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية

تؤثر على أداء بورصة الأوراق المالية المصرية عدة قوانين أهمها قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وقانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ والقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ الخاص بقطاع الأعمال العام فضلاً عن قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وقد تناولنا فى المبحث الأول القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وسوف نتناول فى الفصل الثانى القانون قم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ونتناول فيما يلى قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، وقانون ضمانات وحوافز الإستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ ومدى تأثير كل منهما على أداء البورصة.

أولا: قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م :

وضع هذا القانون تنظيمًا متكاملاً لشركات الأموال بإعتبارها الشكل الأقدر على تجميع الأموال وإستثمارها فى المجالات المختلفة، ويمكن تلخيص أهم المزايا التى تضمنها هذا القانون فيما يلى:

١ - من حيث إجراءات التأسيس : تضمن القانون إجراءات مبسطة منها:

أ - الإكتفاء بثلاثة شركاء مؤسسين فى الشركات المساهمة كحد أدنى، وشريكين فقط بالنسبة لشركات التوصية بالأسهم والمسئولية المحدودة.

ب ـ إعفاء عقود التأسيس من رسوم الدمغة ورسم الشهر والتوقيع، كما حدد القانون رسم التصديق بألف جنيه كحد أعلى، بعد أن كان الرسم يتحدد نسبيًا حسب قيمة رأس المال.

ج ـ الإكتفاء بالتصديق على التوقيعات على عقد الشركة ونظامها الأساسى وأية تعديلات فى هذا العقد أمام الموظف المختص بمصلحة الشركات(1).

٢- من حيث المزايا المتعلقة بالهيكل المالى:

أ ـ يسر القانون إجراءات زيادة رأس مال الشركات المساهمة أو التوصية بالأسهم، حيث أباح أن تزيد رأس مالها قبل أن تستوفى كامل قيمة أسهم الإصدار الأول عند الضرورة(2).

ب ـ سمح القانون لحملة سندات الشركة بتحويل سنداتهم إلى مساهمات فى رأس مال الشركة.

ج ـ سمح القانون بقيام شركات متخصصة تعمل فى مجالات ترويج الإكتتاب فى الأوراق المالية وتغطيتها، حيث تكون معاونًا للشركات الوليدة فى تدبير التمويل اللازم لها، سواءعن طريق المشاركة فى رأس المال أو الإقتراض من الجمهورعن طريق السندات.

٣- المزايا المتعلقة بإدارة الشركات :

أ ـ حدد القانون إختصاصات الجمعية العامة ومجلس الإدارة بما يمنع تضارب الإختصاص فيما بينهما.

ب ـ ألغى القانون كثيرًا من القيود التى كانت مفروضه على أعضاء مجلس الإدارة، مثل شرط السن والحدود القصوى للمكافآت، كما ألغى

---

(١) د. صلاح زين الدين، المرجع سالف الذكر، ص ١٨ .

(٢) د. محمود محمد فهمى، مذكرة مختصرة بأهم مزايا القانون ١٥٩ لسة ١٩٨١، المؤتمر الدولى لتنمية أسواق المال(القاهرة ١٧-١٩ مايو سنة ١٩٨٣)، ص ١٣ .

القيد الخاص بالحد الأقصى للدخول والمرتبات، سواء بالنسبة لأعضاء مجلس الإدارة أو العاملين.

ج ـ أخذ القانون بمبدأ مشاركة العاملين فى الإدارة .

٤ ـ المزايا الضريبية والحوافز التى أعطاها القانون للمستثمرين: تبنى القانون سياسة ضريبية متكاملة، تهدف إلى جعل الإستثمار عن طريق الإسهام فى رؤوس أموال الشركات لا يقل عائده عن الإستثمار فى المجالات الأخرى مثل ودائع البنوك، وتتمثل أهم هذه المزايا فيما يلى:

أ ـ إعفاء أرباح الشركات المساهمة المقيدة أسهمها فى بورصات الأوراق المالية فى حدود الإعفاء الضريبى المقرر لودائع البنوك.

ب ـ إعفاء فوائد السندات التى تصدرها الشركات فى حدود الإعفاء الضريبى المقرر للودائع بالبنوك.

ج ـ أعفى القانون ٥٠٪ من ناتج الأسهم والسندات من الضريبة العامة على الدخل بشرط أن تكون الأوراق المالية مقيدة فى البورصة.

د ـ إعفاء الشركات المندمجة من جميع الضرائب والرسوم التى تستحق بسبب الإندماج.

هـ ـ أباح القانون لشركات الأموال أن تغير شكلها القانونى دون الخضوع لأية ضرائب أو رسوم تستحق بسبب تغيير الشكل القانونى للشركة.

مع توافر كل هذه المزايا فقد شجع هذا القانون الشركات على قيد أسهمها فى البورصة مما أدى الى إنتعاش البورصة وزيادة حركة التداول فيها، كما شجع الأفراد على تكوين مثل هذه الشركات بما أدى إلى زيادة عدد الشركات المساهمة والمسئولية المحدودة والتوصية بالأسهم (شركات الأموال) وهى أهم الشركات الأقدر على تجميع الأموال وإستثمارها، بما أدى إلى زيادة انتعاش البورصة، كما شجع هذا القانون

الأفـراد للدخـول فى هـذه الشـركـات عن طريق شـراء الأسـهم والسندات وذلك بإعفـائهم من بعض الضـرائب والرسـوم، مـمـا أدى إلى زيادة عـدد المسـتثمـرين من الأفـراد بالبـورصـة، وبالتـالى أدى إلى زيادة حـجم رؤوس الأمـوال المسـتثمـرة بالبورصـة بمـا أدى إلى انتعـاشهـا، ويتـضح ذلك من الجـدول رقـم (١٠) الذى يوضح الزيادة المـضطردة لعـدد الشـركـات والأسـهم، ورؤوس أموال شـركـات الإكتتـاب العـام والمغلق منذ عـام ١٩٨٥ (أى بعد صدور قانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية وإستقرار العمل بهما) وحتى عام ١٩٩١ ـ تاريخ صدور قانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ .

كمـا أدى تشـجيع هـذا القانون للشـركات المتخصـصـة فى مجـال ترويج الإكتتاب فى الأوراق المـاليـة وتغطيتها إلـى مرونة حركة رؤوس الأموال بما له من تأثير مباشـر على إنتعـاش البـورصـة، أيضـا أدى إعفـاء الشـركات المندمجة من الرسوم والضـرائب المسـتحقة بسبب الإندماج إلى تكوين شركات كبيرة ذات قدرة عالية على المنافسة.

جدول رقم (١٠)

الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية (بالقاهرة)

(القيمة بالمليون جنيه)

في نهاية يونية	١٩٨٥	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١
أولا: شركات الاكتتاب العام:							
عدد الشركات*	٩٦	١١٤	١٢٠	١١٢	١٤٧	١٥٠	١٥٥
عدد الأسهم	١٧٤,٩	١٨٥,٥	٢١٤,٢	٢٢٧,٣	٢٣٣,٨	٢٤١	٢٤٤,٣
رءوس الاموال بالجنيه المصري	٥٣٣	٦٣٩,٤	٧٥٤,٤	٨٣٠,١	٨٩٣,٤	٩٤٨,٨	٩٩٨,٣
رءوس الاموال بالعملات الأجنبية	٢٥٧,٢	٢٧١,٢	٣٢٤,٠	٣٢٤,٢	٣٢٤,٠	٣٢٤,٣	٣٢٦,٥
مقومة بالدولار الأمريكي							
ثانيا: شركات الاكتتاب المغلق:	١٧١	٢٢٩	٢٧٧	٣٠٩	٣١٣	٣٧٩	٤٢٧
عدد الشركات*	٣٣,١	٤٥,٧	٦٢	١٠٩,١	١١٤,٥	١٢٠,٩	١٣٠,٢
عدد الأسهم	٤٦٨,٢	٧١٦,٥	٩١٤	١٠٦٢,٣	١٢٣٧,٧	١٤٦٨,٧	١٦٨٩,٣
رءوس الأموال بالجنيه المصري	٣٧٥,٤	٤٤٤,٨	٤٥٣,٩	٦١٠,٥	٦٠٩,٧	٦٥٥,٩	٥٨٠,٨
رءوس الأموال بالعملات الأجنبية							
مقومة بالدولار الامريكي	٢٦٧	٣٤٣	٣٩٧	٤٤١	٤٩٠	٥٢٩	٥٨٢
ثالثا: إجمالي الشركات	٢٠٨	٢٣١,٢	٢٧٦,٢	٣٣٦,٤	٣٤٨,٣	٣٦١,٩	٣٧٤,٥
عدد الشركات*	١٠٠١,٢	١٣٥٥,٩	١٦٦٨,٤	١٨٩٢,٤	٢١٣١,١	٢٤١٧,٥	٢٦٨٧,٦
رءوس الاموال بالجنيه المصري	٦٣٢,٦	٧١٦,١	٧٧٧,٩	٩٣٤,٧	٩٣٣,٧	٩٨٠,٢	٩٠٧,٣
رءوس الاموال بالعملات الأجنبية							
مقومة بالدولار الأمريكي							

المصدر: سوق الأوراق المالية بالقاهرة.

* بالوحدة.

ثانيا: قانون ضمانات وحوافز الإستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧[1]:

تتسابق دول العالم كافة - فى العصر الذى نعيش فيه - لجذب أعظم كم من الإستثمارات، فى عالم التكتلات الكبرى التى لا تدع مجالاً للعيش لأية دولة تتخلف عن المشاركة فى هذا السباق المحموم، ولن تنال دولة قدرًا من الفوز فى هذا المضمار إذا شابت شرائعها شوائب طاردة لرؤوس الأموال، أو خالطها عوائق منفرة للمدخرات، لما كان ذلك وكانت مشاق هذا التنافس تتعاظم مع المتغيرات المرتقبة لإتفاقية الجات، فإن مصر بعراقة حضارتها قادرة على قبول التحدى الأكبر فى ظل التحول الإقتصادى العالمى المعاصر تطلعًا لجنى ثمار هذا النضال، لما كان ذلك وكانت إتاحة أفضل ضمانات وحوافز للإستثمار هى أيسر السبل الموصلة للغاية المرجوة، فقد جاء القانون قم ٨ لسنة ١٩٩٧، بهذه الضمانات والحوافز وجاء متميزًا يلبى حاجة العصر، وتتحصل أبرز ملامحه فيما يلى:

١- ألغى قانون الإستثمار الصادر بالقانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ دون المساس بالقواعد المنظمة لشئون العاملين بالهيئة العامة للإستثمار، كما حافظ على نصيب العاملين فى الأرباح الصافية للشركات بما لا يقل عن نسبة ١٠٪ من تلك الأرباح والمقررة بالقانون الملغى.

٢- حافظ القانون على المزايا والإعفاءات الضريبية وغيرها من الضمانات والحوافز المقررة للشركات والمنشآت والمشروعات القائمة وقت العمل بالقانون إلى أن تنتهى المدد الخاصة بها طبقًا للتشريعات والإتفاقيات المستمدة منها.

٣- أوضح القانون بشكل قاطع الضمانات التى تقدمها مصر لأية إستثمارات تقام على أراضيها حيث إشتمل على الضمانات التى تكفل حماية المال المستثمر من أى إعتداء، سواء عن طريق تأميم الشركات والمنشآت أو الإستيلاء أو التحفظ على أموالها أو تجميدها أو مصادارتها أو فرض الحراسة عليها.

---

(١) منشور بالجريدة الرسمية، العدد رقم ١٩ مكرر بتاريخ ١٩٩٧/٥/١١م.

٤ ـ تعامل القانون مع المجالات التى سيقرر لها حوافز، فقام بتحديد الأنشطة التى ستتمتع بالإعفاءات على وجه التحديد مع إمكانية إضافة مجالات أخرى مستقبلاً تتمتع بذات الإعفاءات وفقًا لما تقتضيه الظروف، بينما كانت الحوافز التى تعطى فى القوانين القائمة طبقًا لطبيعة المشروع أو المنطقة التى يقام عليها .

٥ ـ وحد القانون الحوافز التى تسرى تلقائيا على كافة الأنشطة التى تندرج تحت لواء هذا

القانون أيًا كان مكان أو نوع هذا النشاط، وإكتفى بالإخطار بإقامة المشروع حتى يتمتع فورًا بالإعفاءات والضمانات الواردة به دون حاجة إلى الحصول على أية موافقات من الجهة الإدارية المختصة، بحيث لا يخضع إعطاء تلك الحوافز للحكم الشخصى أو التقييم الفردى.

٦ ـ إختصر القانون مدة التعامل مع المستثمر بسد الفجوة الزمنية بين تقدم المستثمر بطلب الإستثمار فى مشروع معين وبين الموافقة عليه، فالتوحيد والإختصار الإدارى كانا دائمًا مطلبًا حتميًا لتشجيع الإستثمار.

٧ ـ أقر القانون مزايا ضريبية هامة فقد أعفى لأول مرة المشروعات المقامة خارج نطاق الوادى القديم من الضرائب لمدة عشرين سنة، كما أعفى من الضرائب لمدة عشر سنوات المشروعات المقامة داخل المجتمعات العمرانية والمناطق النائية والمناطق الصناعية الجديدة، وكذلك المشروعات الممولة من الصندوق الإجتماعى للتنمية وأعفى ما دون ذلك من مشروعات لمدة خمس سنوات.

٨ ـ أعفى القانون عوائد السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية المماثلة والتى تصدرها الشركات المساهمة والخاضعة لأحكام هذا القانون من ضريبة إيرادات رؤوس الأموال المنقولة، وبالتالى أصبحت معفاة من كافة أنواع الضرائب، تشجيعًا للتمويل المتوسط والطويل الأجل وهو ما أدى بصورة مباشرة إلى إنتعاش بورصة الأوراق المالية بزيادة إقبال المستثمرين على الإستثمار فيها.

٩ ـ أجاز القانون تخصيص الأراضى المملوكة للدولة أو للأشخاص الإعتبارية العامة، للشركات والمنشآت التى تقام فى مناطق معينة دون مقابل.

١٠ ـ تضمن القانون إمكانية إعادة الإقراض للقروض الميسرة التى تحصل عليها الدولة بذات الشروط الموجودة فى القروض الأصلية لمشروعات معينة.

١١ ـ قيد القانون رفع الدعوى الجنائية فى جرائم التهريب الجمركى، والضرائب على الدخل، والتهرب من الضريبة العامة على المبيعات، والنقد الأجنبى، إذا كان مرتكب الجريمة تابعًا لإحدى الشركات أو المنشآت المؤسسة وفقًا لهذا القانون قيد رفع الدعوى الجنائية بأخذ رأى الجهة الإدارية (الهيئة العامة للإستثمار والمناطق الحرة) ويمثل هذا القيد ميزة كبرى للمستثمرين بالبعد عن الشق الجنائى طالما توافرت النوايا الحسنة بإمكانية تسوية المخالفة بالطرق الودية مع الجهة الإدارية وبالتالى وفرت الأمان للمستثمرين فى إستثماراتهم وتعاملاتهم بخصوص هذه الإستثمارات.

١٢ ـ أجاز القانون تسوية منازعات الإستثمار المتعلقة بتنفيذ أحكام القانون بالطريقة التى يتم الإتفاق عليها مع المستثمر، كما أجاز الإتفاق على تسوية هذه المنازعات فى إطار الإتفاقيات السارية بين جمهورية مصر العربية ودولة المستثمر، أو فى إطار الإتفاقية الخاصة بتسوية المنازعات الناشئة عن الإستثمارات بين الدول وبين رعايا الدول الأخرى-التى إنضمت إليها جمهورية مصر العربية- كما يجوز الإتفاق على تسوية المنازعات المشار إليها بطريق التحكيم أمام مركز القاهرة الإقليمى للتحكيم التجارى الدولى، أو وفقًا لأحكام قانون التحكيم فى المواد المدنية والتجارية، وهو ما أعطى للمستثمر الثقة فى التعامل والبعد عن تعقيدات المحاكم التجارية، والسرعة فى الفصل فى المنازعات الخاصة بالإستثمارات الخاصة به وفقًا لما يرتضيه من أحكام

ويتم الإتفاق عليها مسبقًا بين المستثمر والجهة الإدارية، وسوف نتناول فى إيجاز ضمانات وحوافز الإستثمار التى وردت فى القانون ٨ لسنة ١٩٩٧ .

• ضمانات الاستثمار:

نص القانون فيمواده من المادة الثامنة إلى المادة الخامسة عشرة على ضمانات واضحة ومميزة للإستثمار وفيما يلى أهم هذه الضمانات:

١- لا يجوز تأميم الشركات والمنشآت، أو مصادرتها أو الإستيلاء أو التحفظ على أموالها أو تجميدها.

٢- لا يجوز فرض الحراسة على الشركات والمنشآت أو الحجز على أموالها بالطريق الإدارى.

٣- لا يجوز تسعير منتجات الشركات والمنشآت، أو تحديد ربحها.

٤- لا يجوز إلغاء أو إيقاف الترخيص بالإنتفاع بالعقارات التى رخص بالإنتفاع بها للشركة أو المنشأة، كلها أو بعضها، إلا فى حالة مخالفة شروط الترخيص.

٥- للشركات والمنشآت الحق فى تملك أراضى البناء والعقارات المبنية اللازمة لمباشرة نشاطها والتوسع فيه أيًا كانت جنسية مالكيها.

٦- للشركات والمنشآت أن تستورد بذاتها أو عن طريق الغير ما تحتاج اليه فى إنشائها أو التوسع فيها أو تشغيلها دون حاجة لقيدها فى سجل المستوردين، كما يكون للشركات والمنشآت أن تصدر منتجاتها بالذات أو بالوساطة دون ترخيص وبغير حاجة لقيدها فى سجل المصدرين.

• حوافز الإستثمار:

تنقسم الحوافز التى أعطاها هذ القانون للمستثمرين إلى ثلاثة أنواع نوجزها فيما يلى:

١ - الاعفاءات الضريبية:

أ - أعفى القانون من الضريبة على إيرادات النشاط التجارى والصناعى أو الضريبة على أرباح شركات الأموال، أرباح الشركات والمنشآت وأنصبة الشركاء فيها وذلك لمدة خمسة سنوات، ويكون الإعفاء لمدة عشرة سنوات إذا كانت هذه الشركات والمنشآت داخل المناطق الصناعية الجديدة والمناطق النائية والمشروعات الممولة من الصندوق الإجتماعى، ويكون الإعفاء لمدة عشرون عامًا إذا كانت المشروعات خارج الوادى القديم أو منقولة منه.

ب - قرر القانون أن تسرى على الشركات والمنشآت أحكام المادة ٤ من قانون تنظيم الإعفاءات الجمركية الخاصة بتحصيل ضريبة جمركية بفئة موحدة مقدارها ٥٪ من القيمة، وذلك على جميع ما تستورده من آلات ومعدات وأجهزة لازمة لإنشائها.

ج - أعفى القانون من الضريبة على إيرادات رؤوس الأموال المنقولة عوائد السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التى تصدرها شركات المساهمة، بشرط أن تطرح فى إكتتاب عام وأن تكون مقيدة فى بورصة الأوراق المالية.

د - أعفى القانون من الضريبة على أرباح شركات الأموال مبلغ يعادل نسبة من رأس المال المدفوع، تحدد بسعر البنك المركزى للإقراض والخصم، وذلك بالنسبة لشركات المساهمة المقيدة أسهمها بإحدى بورصات الأوراق المالية.

هـ - أعفى القانون من الضريبة على إيرادات النشاط التجارى والصناعى أو الضريبة على أرباح شركات الأموال، ناتج تقييم الحصص العينية التى تدخل فى تأسيس شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم أو الشركات ذات المسئولية المحدودة أو فى زيادة رأس مالها.

و ـ حددت اللائحة التنفيذية للقانون الشروط والقواعد والإجراءات الخاصة بالتمتع بالإعفاءات الضريبية تلقائيا دون توقف على موافقة إدارية، على أن يلغى الإعفاء فى حالة.مخالفة تلك الشروط والقواعد(١).

٢- تخصيص الأراضى وإعادة الإقراض:

وهو النوع الثانى من حوافز الإستثمار، وقد أجاز القانون بقرار من مجلس الوزراء تخصيص الأراضى المملوكة للدولة أو للأشخاص الإعتبارية العامة للشركات والمنشآت التى تقام فى مناطق معينة، وذلك دون مقابل، كذلك أجاز إعادة الإقراض للقروض الميسرة التى تحصل عليها الدولة بذات شروط القروض الأصلية لمشروعات معينة بقرار من مجلس الوزراء.

٣- المناطق الحرة :

وهى النوع الثالث من حوافز الإستثمار، وأهم ما ورد بشأنها فى القانون أنه أجاز للجهة الإدارية المختصة (الهيئة العامة للإستثمار والمناطق الحرة) الموافقة على تحويل أحد المشروعات المقامة داخل البلاد الى منطقة حرة، خاصة فى ضوء الضوابط التى حددتها اللائحة التنفيذية للقانون، وهى أن يكون المشروع قد زاول النشاط بالفعل، وألا تقل صادراته عن نصف منتجاته، وأن يستوفى الإشتراطات الخاصة بالمبانى والأسوار والأمن التى تحددها لوائح ونظم إدارة المناطق الحرة، كما قرر القانون عدم خضوع البضائع التى تصدرها مشروعات المنطقة الحرة إلى خارج البلاد أو تستوردها لصالحها للضريبة العامة على المبيعات، كما أعفيت من هذه الضريبة جميع الأدوات والمهمات والآلات ووسائل النقل الضرورية اللازمة لمزاولة النشاط المرخص به للمشروعات داخل المناطق الحرة.

---

(١) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧صادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢١٠٨ لسنة ١٩٩٧ منشور بالوقائع المصرية-العدد ١٧٦ (تابع) فى ١٩٩٧/٨/٩م.

الفصل الثانى

أثر أهم السياسات الاقتصادية على نشاط بورصة الأوراق المالية

مر الإقتصاد المصرى بمراحل متنوعة وإختلفت السياسات الإقتصادية التى طبقت فى كل مرحلة، وإذا كانت السياسة الإقتصادية لا شك تؤثر فى أداء بورصة الأوراق المالية سواء بالسلب أو الإيجاب، فسنتناول فى هذا الفصل سياستين متناقضتين مر بهما الإقتصاد المصرى وتعتبران من أهم السياسات التى أثرت فى نشاط بورصة الأوراق المالية المصرية، وهما: سياسة التأميم وأثرها السلبى على أداء البورصة ونتناولها فى المبحث الأول، وسياسة الخصخصة ودورها فى دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية ونتناولها فى المبحث الثانى.

المبحث الأول
سياسة التأميم وأثرها السلبى على أداء بورصة

أولا : قوانين وقرارات التأميم كسياسة عامة للدولة فى حقبة الستينات:

لا شك أن قوانين تحديد الملكية وتوجيه المسار نحو ملكية الدولة والإتجاه نحو ريادة القطاع العام على حساب الملكية الخاصة، وما تبع ذلك من قرارات واجراءات قد أدى إلى تقلص سوق الإصدار وتجميدها، وإنكماش سوق التداول وتراجعها.

وكان للتغيرات والتحولات الجذرية السريعة والمفاجئة التى شهدتها مصر بداية من تأميم قناة السويس سنة ١٩٥٦ والقضاء على المصالح الأجنبية، ثم صدور القوانين الإشتراكية عام ١٩٦١ بتأميم جميع البنوك وشركات التأمين وجميع شركات المرافق العامة ومعظم شركات الأفراد، وغيرها من الإجراءات والقرارات كان لها أكبر الأثر على أداء بورصة الأوراق المالية، فكانت البداية بصدور القانون ١١٦ لسنة ١٩٦١ الذى نص على تعطيل العمل ببورصتى القاهرة والإسكندرية فى الفترة من ١٩٦١/٧/١٩ م حتى ١٩٦١/٩/١٩، ومنع نقل ملكية الأسهم خلال تلك الفترة، مما أدى إلى إنتشار حالة من عدم الثقة والأمان بالسوق، وإتجاه معظم المساهمين إلى تصفية مراكزهم المالية مما أدى إلى هبوط أسعار الأوراق المالية، وإنخفاض حجم التعامل إلى أدنى مستوى له منذ نشأة السوق، حيث إنخفض من ٦٦,٩مليون جنيه عام ١٩٥٨ إلى ٥,١مليون جنيه عام ١٩٦٣ جدول رقم (١١) صفحة رقم ٩٢، وبذلك تقلص دور

القطاع الخاص فى النشاط الإقتصادى ولم تعد السوق الأداة النشطة لإستقطاب أو إستيعاب الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات[1].

تلى ذلك القانون قوانين التأميم الشهيرة أرقام ١١٧، ١١٨، ١١٩ لسنة ١٩٦١ والتى صدرت فى يوليو عام ١٩٦١، وقد زادت هذه القوانين من حالة عدم الثقة والإطمئنان نحو جدوى أى إستثمار أو سلامته، وقد تمثلت هذه القوانين فيما يلى[2]:

- القانون رقم ١١٧ لسنة ١٩٦١، وقد قرر تأميم جميع البنوك وشركات التأمين وبعض الشركات الأخرى، حيث تم تأميم ١٩ بنكًا و١٧شركة تأمين و٤٧ شركة أخرى، وقد تحولت أسهم هذه الشركات إلى سندات إسمية على الدولة لمدة ١٥ سنة بفائدة ٤٪ سنويًا مع قابليتها للتداول فى البورصة.

- القانون رقم ١١٨ لسنة ١٩٦١، قرر هذا القانون تأميم جزئى لعدد ٩١ شركة، وذلك عن طريق مساهمة إحدى المؤسسات العامة بحصة لا تقل عن ٥٠٪ من رأس المال، وقد أدخلت تعديلات على هذا القانون إنتهت بتأميم كلى للشركات بأثر رجعى إعتبارًا من يوليو عام ١٩٦١ .

- القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٦١، قرر عدم جواز تملك أى شخص طبيعى أومعنوى (بإستثناء الهيئات والمؤسسات العامة) لأسهم شركة من الشركات التى حددها القانون وعددها ١٢٩ شركة بما تزيد قيمته السوقية عن عشرة آلاف جنيه مصرى، وتئول إلى الدولة الأسهم التى تزيد عن هذا الحد، وذلك للقضاء على سيطرة الأفراد على رؤوس أموال الشركات[3].

---

(١) د. عبد الحميد صديق، سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الاقتصاد القومى، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٤م، ص ٨٧ .

(٢) د. يسرى جرجس بسطا : دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، سنة ١٩٩٧، ص ٦٨ .

(٣) د. حسنى خليل محمد، تطور سوق المال فى مصر، معهد الدراسات المصرفية، (البنك المركزى المصرى، مارس، سنة ١٩٨٦، ص٤ .

ثم توالى بعد ذلك صدور عدة قوانين أخرى خلال الستينات، حيث صدر القانون رقم ٦٥ لسنة ١٩٦٣ الخاص بتأميم شركات الأدوية، ثم القانون رقم ٧٢ لسنة ١٩٦٣ الخاص بتأميم عدد كبير من شركات الغزل والنسيج والصناعات الكيماوية والهندسية، والقانون رقم ٧٣ لسنة ١٩٦٣ والذى قرر تأميم المناجم والمحاجر، ثم القانون رقم ٧٧ لسنة ١٩٦٣ والخاص بتأميم شركات النقل، وكان آخر هذه القرارات والقوانين، القرار الوزارى رقم ٤١ لسنة ١٩٦٩ الذى حدد الحد الأقصى للربح الذى تلتزم بصرفه شركات القطاع العام المختلط بـ ١٥٪ فقط من القيمة الأسمية للسهم (وتصل إلى ٨,٤٪ عد خصم الضرائب المقررة)، مما أدى إلى مزيد من فقدان الحافز على الإستثمار وإنخفاض عدد الشركات المساهمة وإنخفاض رؤوس أموالها.

وعلى ذلك تراجع دور القطاع الخاص فى الاستثمار، وتلاشى دور التمويل من خلال سوق الأوراق المالية ليحل محله التمويل عن طريق البنوك التى ركزت نشاطها فى الأوراق الحكومية والإقراض المباشر لشركات القطاع العام[1].

وهكذا تجمد نشاط سوق الأوراق المالية نظرًا للإرتباط الوثيق بين إزدهار ونمو السوق وإتساع نشاط القطاع الخاص.

ثانيا: أثر قرارات التأميم على بورصة الأوراق المالية:

لقد كان لقرارات التأميم أكبر الأثر على سوق الأوراق المالية فى مصر، فقد أدى التأميم إلى إنتقال ملكية أسهم الشركات التى تم تأميمها إلى الدولة مقابل سندات على الدولة لمدة ١٥ سنة بفائدة ٤٪ سنويًا، ولم يكن هناك إنتظام فى دفع الفوائد، ورغم قابلية هذه السندات للتداول إلاّ أنه عمليًا لا يمكن أن يكون لأحد رغبة فى شرائها، كما أن النسب التى

---

(١) د. محمود محمد فهمى، تطور سوق الأوراق المالية فى مصر، وسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومى، مذكرة رقم ١٣٣١، أكتوبر سنة ١٩٨٢، ص ٣٥ .

حُددت للأرباح الموزعة قضت على أى حوافز إدخارية أو إستثمارية داخل البـــلاد(1)، فضلاً عن أن التأميم أدى إلى إنكماش حاد لمجالات عمل القطاع الخاص وتقلصها وقضى على المبادرات الفردية، وأدى إلى تحول نشاط الأفراد إلى إقامة المشروعات الفردية الصغيرة والبعد عن إنشاء الشركات المساهمة وهى عصب العمل فى البورصة، مما أدى إلى ضيق نشاط سوق الأوراق المالية، ولعل أوضح دليل على هذا يتضح من مقارنة حجم التعامل فى البورصة قبل وبعد التأميم حيث إنخفض حجم التعامل من ٦٦,٩ مليون جنيه عام ١٩٥٨ إلى ١٣,٢ مليون جنيه عام ١٩٦٢ ثم إلى ٥,١ مليون جنيه عام ١٩٦٣(2)، وإنخفض عدد شركات المساهمة إلى ٣٦ شركة مساهمة قطاع خاص مقابل ٦٥٠ شركة قبل التأميم، ونتيجة لقلة حجم التعامل فى الأوراق المالية تم إغلاق كثير من بيوت السمسرة، فلم يتبق غير ١٢ مكتب سمسرة دفعت لهم الدولة مرتبات شهرية وجزءًا من تكلفة المكاتب حفاظًا على الشكل العام ومكوناته حتى لا تغلق نهائيًا وبصفة رسمية(3).

وبناءً على ما سبق يمكن إيجاز أهم الأسباب التى أدت إلى جمود نشاط سوق الأوراق المالية فى مصر خلال فترة التأميم إلى ما يلى:

١- إيقاف التعامل فى بورصة الأوراق المالية فترة ليست قصيرة بسبب طول الإجراءات التنفيذية الخاصة بإستبدال الأسهم المؤممة.

٢- صعوبة الإقتراض بضمان الأوراق المالية المتداولة فى البورصة فى ذلك الوقت.

---

(١) د.يسرى جرجرس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراة، غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، سنة ١٩٩٧، ص ٦٩ وما بعدها.

(٢) جدول رقم (١١) ص ٩٣من هذه الرسالة، المصدر، معهد التخطيط القومى، مذكرة رقم ١٣٣١، اكتوبر ١٩٨٢ .

(٣) لويس زكى سلامة، سوق الأوراق المالية ومستقبلها فى مصر، معهد الدراسات المصرفية (البنك المركزى المصرى، (١٩٩٧)، ص ١٤.

٣- وجود حالة من القلق وفقدان الثقة فى سوق الأوراق المالية إثر صدور القوانين الإشتراكية.

٤- إتجاه عدد كبير من المساهمين إلى تصفية مراكزهم فى البورصة بعد فتحها للتعامل، مما أدى إلى إنخفاض أسعار الأوراق المالية.

٥- دخول الحكومة سوق الأوراق المالية مشترية عن طريق البنوك، بغرض دعم السوق

وإعادة الثقة إلى المتعاملين أدى إلى إنكماش عدد العاملين فى السوق من سماسرة ومندوبين ووسطاء.

٦- تقليل نشاط القطاع الخاص أدى إلى إبعاد هذا القطاع عن إنشاء المشروعات المساهمة وبالتالى عدم الدخول فى سوق الأوراق المالية.

٧- عدم إمكانية التعامل فى الأوراق المالية الأجنبية أو جذب الأموال العربية لشراء الأوراق المالية بسبب أنظمة الرقابة على النقد وضعف الإتصال بين الأسواق المالية والأسواق العربية والأجنبية[1].

وعلى ذلك فإنه يمكن بعد إستعراض أثر مرحلة التأميم على البورصة كأحد أهم السياسات الإقتصادية التى إتبعتها الدولة فى حقبة الستينات وكان لها أثرها السلبى على الإقتصاد القومى بصفة عامة وعلى البورصة بصفة خاصة، يمكن أن نستخلص الآتى:

١- أن تدخل الدولة فى النشاط الإقتصادى يجب أن يكون وفقًا لقوانين وقرارات إقتصادية مدروسة بدقة غير خاضعة لأهواء سياسية بحتة.

٢- أن النشاط الإقتصادى للقطاع الخاص من أهمَ عوامل نجاح بورصات الأوراق المالية، وأن الملكية الخاصة يجب أن تصان وتكون بعيدة كل البعد عن المساس بها بأى حال من الأحوال وتحت أى ظرف من

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا، مرجع سالف الذكر، ص ٧٠ .

الظروف حتى تضمن الدولة وجود عامل الثقة لدى المستثمرين الوطنيين والأجانب، وهو أحد أهم العوامل المؤثرة فى نشاط بورصة الأوراق المالية، والمصدر الأساسى لجذب رؤوس الأموال للإستثمار، فالمستثمر حريص على ألا يدخل فى مشروعات مالم يضمن حمايتها ونموها وامتدادها، وإلا فإنه غير مستعد تحت أية ظروف أن يخارف بأمواله(١).

٣ ـ أن دخول الدولة للتعامل فى النشاط الإقتصادى بصفة عامة وفى بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة يجب ألا يكون على حساب دور القطاع الخاص بل يجب أن يكون داعمًا ومضيفًا له حتى يخلق مناخ الثقة وبالتالى الإستثمار الأمثل من خلال قوانين العرض والطلب.

---

(١) د. عبد الباسط وفاء بورصة الأوراق المالية ودورها فى تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، كلية الحقوق فرع بنى سويف، سنة ١٩٩٦، ص ١٧٦.

جدول رقم (١١)

تطور حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة من ١٩٥٧: ١٩٧٦

السنة	حجم التعامل بالمليون جنيه	السنة	حجم التعامل بالمليون جنيه
١٩٥٧	٤٣,٩	١٩٦٧	٦,٥
١٩٥٨	٦٦,٩	١٩٦٨	٢,٨
١٩٥٩	٣٢,٧	١٩٦٩	٦,٣
١٩٦٠	٣٨,٤	١٩٧٠	٣,٨
١٩٦١	٢٣,٤	١٩٧١	٣,٦
١٩٦٢	١٣,٢	١٩٧٢	٣,٩
١٩٦٣	٥,١	١٩٧٣	٤,٣
١٩٦٤	٤,٣	١٩٧٤	٤,١
١٩٦٥	٢,٨	١٩٧٥	٧,٤
١٩٦٦	٤,٠	١٩٧٦	٧,٦

المصدر: معهد التخطيط القومي، مذكره رقم ١٣٢١، أكتوبر ١٩٨٢م.

المبحث الثانى
سياسة الخصخصة ودورها فى دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية

نتناول فى هذا المبحث تعريف الخصخصة ثم نحاول معرفة موقعها فى الفكر الإقتصادى المعاصر، ونتناول أهداف وسياسات برنامج الخصخصة فى مصر وعلاقتها بالإنتعاش الإقتصادى المأمول، ثم مشكلات تنفيذ برنامج الخصخصة ومقومات نجاح تنفيذه، وعمومًا محاولة الإلمام بماهية الخصخصة بصفة عامة، ثم نتناول قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية ثم محاولة معرفة دور الخصخصة فى دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية كأحد عناصر تنشيط الإقتصاد القومى.

أولا: ماهية الخصخصة:

١- تعريف الخصخصة:

يمكن تعريف الخصخصة بأنها تحويل إقتصاد دولة إلى إقتصاد يعتمد على القطاع الخاص بدرجة أساسية وذلك عن طريق بيع الأصول والوحدات الإنتاجية المملوكة -كلاً أو جزءً- لقطاع الأعمال العام إلى القطاع الخاص(١).

---

(١) د. حسين عمر، الجات - الخصخصة-مشكلات إقتصادية معاصرة، دار الكتاب الحديث، سنة ٢٠٠٠، ص ٨٤ .

وهذا هو المفهوم الضيق لتعريف الخصخصة، ولكنها تتسع لتشمل مفاهيم أخرى من أجل تحقيق أهداف التنمية[1]، ومن أهمها :

- التأجير طويل الأجل لبعض الأصول أو الأنشطة غير المستغلة إقتصاديًا الإستغلال الأمثل بشركات قطاع الأعمال العام.

- توسيع قاعدة الملكية للشركات التابعة لقطاع الأعمال العام عن طريق شراء صغار المستثمرين والعاملين لأسهم هذه الشركات من خلال بورصة الأوراق المالية.

- تطوير قطاع الأعمال العام وإدارته من خلال آليات السوق وإطلاق المنافسة وفتح أسواق جديدة محليًا وخارجيًا والإهتمام بجودة المنتجات وتطويرها.

- إلغاء قيام القطاع العام ببعض الأنشطة غير الملائمة له .

- تخفيض القيود البيروقراطية على حركة القطاع الخاص وإقتصارها على الحد الأدنى الضرورى لتنظيم العلاقات وضبط المعايير وجودة الأداء[2].

بهذا المفهوم المتكامل يتضح أن الخصخصة هى حزمة متكاملة من السياسات التى تستهدف تحقيق الأهداف التنموية والتوزيعية بفاعلية أكبر، من خلال آليات السوق وفاعليات القطاع الخاص، وتوسيع نطاق المنافسة من أجل الكفاءة، فهى إذن رؤية متكاملة لكيفية إدارة الإقتصاد القومى بكفاءة أعلى وبفاعلية أكبر.

ولقد أعدت الحكومة المصرية برنامجًا لخصخصة شركات قطاع الأعمال العام غطى جميع المفاهيم السابقة ويمتد لعدة سنوات، ولقد تضمن البرنامج توقيتات ببيع الشركات التابعة المخطط بيعها، حيث بدأ بالشركات المميزة الرابحة، أما الشركات الخاسرة التى تعانى من خلل

---

(١) د. عبد الله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم فى البورصة، مكتبة جامعة الزقازيق، سنة ١٩٩٦، ص ٢٥ .

(٢) د. محمد سويلم، الإدارة المالية فى قطاع الأعمال، مطبعة النيل، سنة ١٩٩٤، ص ٨ .

فى هياكلها التمويلية فقد خصص لها مرحلة تالية لحين إصلاح هياكلها التمويلية، ولقد قامت كثير من الشركات التابعة وبتوجيهات من الشركات القابضة فى إعداد برامج محددة لإصلاح هياكلها التمويلية تعتمد بصفة أساسية على الوسائل التالية:

- بيع الأصول الثابتة غير المستغلة إقتصاديًا.
- إعادة جدولة الديون المستحقة عليها للبنوك.
- رسم سياسات تسويقية جديدة.
- الإهتمام بجودة المنتج.
- إعداد الدراسات التكاليفية من أجل ترشيد التكلفة.
- التأجير التمويلى لأية أصول ثابتة غير مستغلة إقتصاديًا وليس من المناسب عرضها للبيع حاليًا.

٢ ـ موقع الخصخصة فى الفكر الإقتصادى المعاصر:

ظهر إتجاه بين الفقهاء يدعو إلى تصفية ملكية الدولة للشركات العامة بإعتبارها أحد الحلول للخروج من أزمة الكساد التضخمى، فقد رأى هذا الإتجاه أن أزمة الإقتصاد لم تعد ممثلة فى نقص الطلب الكلى الفعال، كما يقول "كينز" بل هى أزمة نقص فى العرض، وبالتالى لإنعاش العرض يلزم إعادة النظر فى سياسة التدخل الحكومى وتحجيم نطاق القطاع العام فى الإقتصاد الوطنى، بحيث يقتصر نشاطه على القطاعات ذات الأهمية الإستراتيجية للإقتصاد القومى(١)، وضرورة السماح وإفراد مساحة أوسع للحوافز وحرية الحركة للقطاع الخاص، وإطلاق آليات السوق للتعامل على أساسها(٢).

---

(١) د. محمود صبح، الخصخصة لمواجهة متطلبات البقاء وتحديات النمو، القاهرة، مكتبة جامعة عين شمس، سنة ١٩٩٥، ص ١٣ .

(٢) د. حسام الدين عبد الغنى، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص،جامعة المنوفية، كلية الحقوق، سنة ١٩٩٤، ص ٤ .

٣- أهداف وسياسات برنامج الخصخصة فى مصر وعلاقتها بالإنتعاش الإقتصادى المأمول:

تعتبر الخصخصة أحد المحاور الرئيسية فى برنامج الإصلاح الإقتصادى، وقد تعددت المفاهيم التى حاولت أن تحدد معنى الخصخصة، ولكنها جميعًا تدور فى إطار إنها برنامج للتغيير فى هيكل ملكية الأصول الإنتاجية، وذلك من خلال ترك الدولة لوسائل الإنتاج وإتاحة ملكيتها وإدارتها للقطاع الخاص إذا كان قادرًا على ذلك أو راغبًا فى القيام بهذا الدور، وذلك مع إستمرارية تواجد الدولة فى الحياة الإقتصادية من خلال سن التشريعات وتنظيم وإدارة الهيكل العام للنشاط الإقتصادى فى المجتمع، وبالتالى يشير توسيع قاعدة الملكية الخاصة إلى عدم الخروج المفاجئ والمباشر للقطاع العام من النشاط الإقتصادى وإنما يشير إلى إنخفاض نصيب الدولة نسبيًا وذلك بزيادة نصيب القطاع الخاص[١].

جدول (١٢)

الشركات التي تم خصخصتها أو تصفيتها من ١٩٩٤ إلي ٢٠٠٢/١/٣١

م	طريقة البيع	عدد الشركات	قيمة البيع مليون جنيه مصري
١	بيع أغلبية في البورصة	٣٨	٦,٣١٢
٢	بيع أقلية في البورصة	١٦	١,٧٥٥
٣	بيع كأصول	١٨	٨٤٠
٤	بيع لمستثمر رئيسي	٢٩	٦,٩٦٨
٥	بيع لإتحاد العاملين المساهمين	٣٢	٩٣٩
٦	بيع شركات تم تصفيتها أو تحت التصفية	٣٢	—
٧	شركات مؤجرة	٢٠	—
	إجمالي	١٨٥	١٦,٨١٤

المصدر: وزارة قطاع الأعمال العام.

(١)د. محمد البغدادي، الإدارة العامة ، النظرية والتطبيق ، مكتبة دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٢٨٩ وما بعدها.

ونلاحظ من إنجازات برنامج الخصخصة منذ بدايته حتى يناير ٢٠٠٢ أن معظم الشركات التى تم خصخصتها قد تم بيع أغلبيتها فى البورصة وعددها ٣٨ شركة بقيمة إجمالية ٦٣١٢ مليون جنيهًا مصريًا، كما تم بيع أجزاء من ١٦ شركة أخرى بالبورصة ايضا بقيمة إجمالية ١٧٥٥مليون جنيهًا مصريًا، أى أن برنامج الخصخصة إستطاع أن يضيف ثمانية مليارات جنيه فى البورصة بما أثر بالإيجاب وأدى إلى إنتعاش البورصة وبالتالى تنمية الإقتصاد القومى ككل، فضلا عن بيع ٧٩ شركة أخرى لمستثمرين رئيسيين ولإتحادات العاملين المساهمين، وبيع كأصول بمبلغ وقدره ٨٧٤٧ مليون جنيه مصرى، مما أدى إلى إعادة توزيع الثروة لصالح الأفراد المستثمرين.

ويرى مؤيدو الخصخصة ضرورتها كأحد السياسات اللازمة لإنعاش تراكم رأس المال لدى القطاع الخاص، ذلك أن بيع شركات القطاع العام للقطاع الخاص سيؤدى إلى إعادة توزيع الثروة لصالح الأفراد المستثمرين، الأمر الذى ينتج عنه دعم مقدرة القطاع الخاص على الإدخار والإستثمار والإنتاج، فالتغيير فى هيكل ملكية الأصول الإنتاجية ـو أهم أهداف برنامج الخصخصة يترتب عليه باقى سياسات برنامج الخصخصة وأهدافها وهى:

- التغير فى حوافز الإدخار والإستـ[illegible] بالزيادة.
- زيادة كفاءة التشغيل، فالإعتقاد الأساسى لأصحاب هذا الفكر (الخصخصة) هو أن القطاع الخاص أفضل وأكفأ من القطاع العام فى عملية تخصيص وإدارة الموارد المتاحة.
- زيادة موارد الخزانة العامة وخفض حجم الدعم الذى كان يوجه إلى تلك الشركات.
- تحسين الهياكل التمويلية لهذه الشركات فى ضوء زيادة ربحيتها وإنخفاض حجم ديونها، حيث سيحل التمويل بالملكية محل هذه الديون.

- خضوع إدارة التشغيل فى هذه الشركات لرقابة ومحاسبة حملة الأسهم بدلا من وقوعها تحت رحمة وتسلط البيروقراطية الحكومية.
- زيادة نطاق الملكية الخاصة (توسيع قاعدة الملكية) وفتح أوعية ومجالات جديدة لجذب المدخرات العربية والأجنبية.
- تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة فاعليته بما يتيح مزيدًا من فرص الإدخار فى المجتمع.
- زيادة فرص عمل جديدة .

وكل ذلك سيؤدى بدوره إلى إنتعاش الإقتصاد، ومما هو جدير بالذكر أن الاستثمار الخاص وليس العام كان هو المحرك الرئيسى للنمو السريع فى اقتصاد الدول المسماة بالنمور الاسيوية[1]. ومن الجدير بالذكر أيضًا أن المملكة المتحدة هى أول من قام بتطبيق سياسة الخصخصة فى بداية الثمانينيات، حيث شمل برنامج البيع شركات مهمة فى مختلف قطاعات النشاط الإقتصادى، البترول والنقل والإتصالات والخدمات... إلخ»، ثم تبعتها عدة دول أخرى من أوروبا الغربية مثل فرنسا وإيطاليا وأسبانيا وكندا... وإمتد بعد ذلك تطبيق فلسفة الخصخصة إلى العديد من الدول النامية ودول أوروبا الشرقية بعد تفكك الاتحاد السوفيتى[2].

٤- تقييم أصول وأسهم الشركات المطروحة للبيع:

يتم تقييم المشروعات العامة التى يراد نقل ملكيتها إلى القطاع الخاص عن طريق مكاتب وبيوت خبرة أجنبية متخصصة بالإشتراك مع مكاتب وبيوت الخبرة المصرية والبنوك، وتستعين الشركات القابضة والتابعة بالمكتب الفنى لوزير قطاع الأعمال لإنجاز هذه المرحلة، وقد

---

(١) د. عزت عبد الحميد البرعى، رءوس الأموال الساخنة والأزمات المالية والاقتصادية، مركز المحروسة للبحوث والنشر، القاهرة سنة ٢٠٠٢، ص٦٢ ومابعدها.

(٢) د. محمود صبح، الخصخصة لمواجهة متطلبات البقاء وتحديات النمو، مرجع سالف الذكر، ص ١٤.

أعد المكتب الفنى لوزير قطاع الأعمال العام قائمة بمكاتب وبيوت الخبرة الإستشارية المتخصصة المصرية والأجنبية التى يمكن إسناد عمليات التقييم إليها.

وجرى العمل على ترشيح عدد من المكاتب وبيوت الخبرة فى كل عملية من عمليات التقييم، وتوجيه خطاب دعوة من الشركة القابضة إليها للإشتراك فى مناقصة، وتقديم العروض وفقًا للنموذج الذى أعده المكتب الفنى، وتقدم مكاتب وبيوت الخبرة الراغبة فى دخول المناقصة عروضها فى مظاريف مغلقة خلال المدة المحددة، ويتم المفاضلة بين العروض لإختيار المكتب أو بيت الخبرة الذى يتولى التقييم.

ويعد مكتب الخبرة تقييمًا شاملاً للأوضاع المالية والفنية والتسويقية وحالة العمالة بالشركة المطلوب طرح أصولها أو أسهمها للبيع ويراجع هذا التقييم بواسطة الشركة لإعتماده، ويجوز للشركة أن تطلب من طرف ثالث مراجعة التقييم الذى قام به بيت الخبرة وإقتراح ما يراه من تعديل عليه، كما يجوز لمجلس الإدارة الموافقة على التقييم أو تعديله، ويتضمن التقرير الذى يعده بيت الخبرة برنامجًا يحدد الوسائل المناسبة للبيع والجدول الزمنى الملائم لطرح الإستثمارات فى السوق[1].

٥ ـ أساليب وكيفية بيع أصول وأسهم المشروعات العامة :

يمكن أن يتم البيع بإستخدام عدة طرق من أهمها ما يلى :

أ ـ بيع الأصول أو الأسهم من خلال مزايدة عامة، وتنشر الدعوة إلى دخول المزايدة عدة مرات لإتاحة فرصة الإشتراك فى المزاد أمام أكبر عدد ممكن من راغبى الشراء، ويسبق الإعلان إعداد نشرة تتضمن كافة المعلومات عن الأصول أو الشركة التى تطرح أسهمها للبيع، ويجوز أن

---

(١) د. حسام الدين عبد الغنى ، بيع أسهم شركات قطاع العمال العام للعاملين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص ، جامعة المنوفية ، كلية الحقوق ، سنة ١٩٩٤، ص ٧١ .

تكون المزايدة مفتوحة لكل من يرى فى نفسه القدرة ويرغب فى التقدم، كما يمكن أن تقتصر على قائمة محدودة ممن تقدموا وتتوافر فيهم القدرة والخبرة والجدية، وقد يترك السعر، مفتوحا للمزايدين، أو يحدد سعر أساسى ويترك للمتقدمين المزايدة على السعر غير أن هذه الطريقة لم تتبع عمليًا إلاّ نادرًا.

ب ـ بيع الأصول أو الأسهم عن طريق الدعوة للتقدم بعروض للشراء، ويسبق الدعوة للتقدم بالعروض إعداد كراسة الشروط، وتتضمن وصفًا تفصيليًا للشركة المباعة والشروط الواجب توافرها لإعتبار العرض مقبولاً وصالحًا للدراسة، وإلتزامات وحقوق صاحب العرض، كما تتناول كراسة الشروط مشروع عقد البيع.

ج ـ طرح الأسهم للجمهور عن طريق بورصة الأوراق المالية، ويتطلب بيع الأسهم بهذه الطريقة إعداد نشرة الدعوة للشراء وتشتمل الدعوة على معلومات عن سعر السهم، ونوع الأسهم المطروحة للبيع، وأنشطة الشركة مع وصف تفصيلى لأصولها، والمشاكل التى تواجهها، ويتحدد سعر بيع السهم ومواعيد البيع على أساس الدراسة التى أعدت بشأن التقييم وكيفية البيع، وتعد خطة بيع الأسهم بحيث يتم طرحها على أكبر عدد ممكن من المشترين المرتقبين فى أكبر عدد ممكن من المنافذ، وتعتبر مسألة زيادة قدرة البورصة على استيعاب أسهم وسندات المشروعات العامة المعروضة للبيع من المسائل الجوهرية التى ينبغى أن توضع فى الحسبان عند بحث مسألة تحويل المشروعات العامة إلى خاصة، ذلك لأن حصة المشروعات العامة المراد بيعها عن طريق السوق تتميز عادة بضخامة فى أحجامها، مما يستلزم أن تكون قدرات السوق واسعة حتى يمكن أن تمتصها بدون أية صعوبات، وتتمثل البداية السليمة فى ذلك تهيئة البيئة الاقتصادية المواتية للملكية الخاصة، وتدعيم الثقة فى مستقبل الاقتصاد الحر وسوقه المالى، وتشجيع صغار المدخرين من

أجل جذب عدد كبير من المستثمرين الجدد إلى البورصة فضلاً عن ضرورة تدعيم دور المؤسسات المالية التى تقوم بدور رئيسى فى تعبئة المدخرات وتوجيهها مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين وصناديق الاستثمار[1].

---

(1) د. عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها فى تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، كلية الحقوق فرع بنى سويف، سنة ١٩٩٦، ص ٣٢٤ ومابعدها.

جدول رقم (١٣)

إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتي ٣١ يناير ٢٠٠٢

م	اســـــم الشـــركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المباعة ٪
بيع أغلبية في البورصة			
١	مدينة نصر للإسكان والتعمير	١٩٠	٧٥
٢	المالية والصناعية المصرية	٧٠	٧٥
٣	المتحدة للإسكان والتعمير	٥	٥٠
٤	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	٢٠	٥٣
٥	المصرية للنشا والجلوكوز	٦٨	٦١
٦	كفر الزيات للمبيدات	٦٠	٩٠
٧	مصر للزيوت والصابون	٧٣	٦١
٨	النصر لتجفيف الحاصلات الزراعية	٢٤	١٠٠
٩	النيل للكبريت والمساكن الخشبية	٣٤	٦٥
١٠	مطاحن وسط وغرب الدلتا	١٧٧	٦١
١١	التعمير والاستشارات الهندسية	١٠٤	٩٨
١٢	مطاحن مصر العليا	١٦٥	٦١
١٣	العربية للراديو والترانزستور تليمصر	٥٩	١٠٠
١٤	العربية لحليج الأقطان	٨٧	١٠٠
١٥	مطاحن شرق الدلتا	١١٠	٦١
١٦	أسمنت العامرية	٧٦٨	٧١
١٧	اسمنت بورتلاند حلوان	١٢٠٢	٥٢
١٨	مصر للأسواق الحرة	١٣٣	٩٧
١٩	العربية والمتحدة للغزل والنسيج	٢٢٦	٦٧
٢٠	النيل لحليج الأقطان	٢٩٥	١٠٠
٢١	القاهرة للإسكان	١١٨	٧٩
٢٢	النوبارية للميكنة والهندسة الزراعية	٢٧	٩٩
٢٣	الصعيد العامة للمقاولات	١٥	٨٥
٢٤	النصر للملابس والمنسوجات. كابو	١٩٧	٦٣
٢٥	النصر للمسبوكات	٤٨	٣٣
٢٦	الورق للشرق الأوسط. سيمو	٥٥	٨٥
٢٧	الجيزة للمقاولات	٣٣	٨٠
٢٨	الكابلات الكهربائية المصرية	٣١٢	١٠٠
٢٩	البويات والصناعات الكيماوية	٨٣٦	٦٢
٣٠	المشروعات الصناعية والهندسية	٢٩٩	٩٠
٣١	الشمس للإسكان	٣١	٥٥
٣٢	المحمودية للمقاولات	٥٤	٨٠
٣٣	الإسكندرية للغزل والنسيج	٨٢	١٠٠
٣٤	الزيوت المستخلصة	٨٥	٥١
٣٥	النصر للأعمال المدنية	١٠٥	٨١
٣٦	بسكو مصر	٨٩	٦٣
٣٧	العربية والمتحدة للشحن والتفريغ	١٧	٥١
٣٨	القاهرة للزيوت والصابون	٣٣	٦١
	إجمالي بيع أغلبية في البورصة	٦،٣١٢	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

جدول رقم (١٤)

تابع إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتي ٣١ يناير ٢٠٠٢

م	اســـــم الشـــركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المباعة ٪
بيع اقلية في البورصة			
١	مصر للكيماويات	٦٥	٤١
٢	الشرقية للدخان	٥٤٩	٣٤
٣	النيل للأدوية	٥٥	٣٣
٤	مصر الجديدة للإسكان	١٣٥	٢٧
٥	مصر للألومنيوم	٢٢١	٨
٦	المقاولات المصرية (مختار إبراهيم	٧٦	١٣
٧	مطاحن شمال القاهرة	١٣٦	٤٢
٨	مطاحن مصر الوسطي	٣٢	٤٠
٩	مطاحن جنوب القاهرة والجيزة	٣٠	٤٠
١٠	ممفيس للأدوية	٤٨	٤٠
١١	العربية للأدوية	١٨	٤٠
١٢	القاهرة للأدوية	٦٢	٤٠
١٣	الإسكندرية للأدوية	٥٢	٤٠
١٤	العامة للصوامع والتخزين	١٤٨	٤٠
١٥	مطاحن الإسكندرية	١٢٥	٤٠
١٦	المكتب العربى للاستشارات الهندسية	٤	٤٥
	إجمالى بيع أقلية في البورصة	١,٧٥٥	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

جدول رقم (١٥)

تابع إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتي ٣١ يناير ٢٠٠٢

م	اســـم الشـــركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المباعة ٪
	بيع لمستثمر رئيسي		
١	النصر لتعبئة الزجاجات . كوكاكولا	٢٨٦	١٠٠
٢	المصرية لتعبئة الزجاجات . بيبسي كولا	١٣١	١٠٠
٣	المراجل البخارية	١٦	١٠٠
٤	النصر لصناعة المحولات . الماكو	١١٥	٩٠
٥	للنصر للمرافق والتركيبات	٤٠	١٠٠
٦	الأهرام للمشروبات	٢٩٨	١٠٠
٧	الدلتا الصناعية ايديال	٢١١	١٠٠
٨	مصر للمشروعات الميكانيكية والكهربائية	١٠٣	٧١
٩	قـــها	١٥٤	١٠٠
١٠	اسمنت أسيوط	١٣٨٠	١٠٠
١١	الوادى لتصدير المنتجات الزراعية	١٢٢	٩٥
١٢	نوباسيد	١٠٣	١٠٠
١٣	جناكليس	٣٢	١٠٠
١٤	المنسوجات الحديثة بوليفارا	٣٣	٩٠
١٥	دلتا للطوب الرملي	٦٢	١٠٠
١٦	بني سويف للأسمنت	٥٢٧	١٠٠
١٧	الغازات الصناعية	٦٠	١٠٠
١٨	الغربية للتجارة الخارجية	١٥	١٠٠
١٩	الإسكندرية للأسمنت	٦٧٠	١٠٠
٢٠	المصرية للمعدات التليفونية	١٠٠	٩٠
٢١	الصناعات البلاستيكية والكهربائية	٩٤	١٠٠
٢٢	أسمنت طرة	١٢٢٦	٨١
٢٣	رمسيس الزراعية	١٦١	١٠٠
٢٤	مصر للهندسة والعدد (ميكار)	٢٥	١٠٠
٢٥	الإسكندرية للحلويات والشيكولاته (كورونا)	٢٨	٩٠
٢٦	أسمنت العامرية (الحصة المتبقية)	٥٢٧	٢٩
٢٧	المصرية للجبس	٨٣	٩٠
٢٨	العربية للسجاد والمفروشات	٥٠	١٠٠
٢٩	الإسكندرية للتبريد	٣٣	٩٠
٣٠	أبو زعبل للأسمدة	١٨٣	٩٠
	إجمالى بيع لمستثمر رئيسي	٦,٩٦٧	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

جدول رقم (١٦)

تابع إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتي ٣١ يناير ٢٠٠٢

م	اســـم الشـــركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المباعة ٪
تصفية			
١	شمال التحرير الزراعية	-	١٠٠
٢	العامة للزراعة	-	١٠٠
٣	العامة للمنتجات والخدمات الزراعية	-	١٠٠
٤	المصرية لمنتجات اللحوم والألبان	-	١٠٠
٥	العامة للمقاولات والأعمال الصحية	-	١٠٠
٦	النهضة الزراعية	-	١٠٠
٧	الدلتا الوسطي الزراعية	-	١٠٠
٨	النيل لتصدير الحاصلات الزراعية	-	١٠٠
٩	جنوب التحرير الزراعية	-	١٠٠
١٠	غرب النوبارية الزراعية	-	١٠٠
١١	السد العالي للأعمال المدنية	-	١٠٠
١٢	مريوط الزراعية	-	١٠٠
١٣	فارسكور للخشب	-	١٠٠
١٤	العامة للثروة المعدنية	-	١٠٠
١٥	المساكن سابقة التجهيز	-	١٠٠
١٦	القاهرة للمباني العامة والمساكن الجاهزة	-	١٠٠
١٧	العامة للأساسات	-	١٠٠
١٨	التركيبات الصحية	-	١٠٠
١٩	وجه قبلي الزراعية	-	١٠٠
٢٠	القاهرة للحرير	-	١٠٠
٢١	الطوب المرملي	-	١٠٠
٢٢	النصر لانتاج الحراريات	-	١٠٠
٢٣	شركة الجرافيت	-	١٠٠
٢٤	قنالتكس	-	١٠٠
٢٥	المدابغ النموذجية	-	١٠٠
٢٦	العامة للبطاريات	-	١٠٠
٢٧	جيمكو	-	١٠٠
٢٨	المصرية للحراريات	-	١٠٠
٢٩	العامة للأعمال الهندسية	-	١٠٠
٣٠	المتحدة للإنتاج الداجنى	-	١٠٠
٣١	شاهر ورزمنى	-	١٠٠
٣٢	سيجال	-	١٠٠
	إجمالى تصفية	صفر	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

ومن الملاحظ من الجداول السابقة أرقام (١٣، ١٤، ١٥، ١٦) أن نظام البيع فى البورصة يتيح للشركات القابضة بيع جزء من أسهم الشركة فى حين أن البيع للمستثمر الرئيسى يكون فى معظمه بنسبة ١٠٠٪ أى بيع الشركة كلها، وعلى ذلك فإن نظام البيع فى البورصة قد يكون هو الأفضل لبرنامج الخصخصة حيث يستطيع الإستفادة من تقييم سعر السهم الواقعى بعد تداوله فى البورصة وفى نفس الوقت تستطيع الشركة القابضة التحكم فى النسبة التى تريد بيعها فى الشركة المبيعة، إلا أن نظام البيع لمستثمر رئيسى قد يكون أوقع فى بعض الأمور لجذب رؤوس الأموال العربية أو الاجنبية حيث يشترط المشترى فى هذه الحالة أن يكون شراءه لكل أو أغلبية أسهم الشركة المبيعة حتى تكون له حرية الإدارة، وفى نفس الوقت قد تضطر الشركات القابضة للبيع بإسلوب المستثمر الرئيسى فى حالة ركود البورصة وإنكماش حجم التداول الذى يؤثر بدوره على الأسعار، وفى حالة البيع لمستثمر رئيسى يتم طرح أصول الشركة أو أسهمها للبيع عن طريق الدعوة العامة للتقدم بعروض للشراء فى مظاريف مغلقة، ويدخل فى الإعتبار عند المفاضلة بين العروض المقدمة للشراء خطة مقدم العطاء فى تطوير المشروع وتنميته والحفاظ على العمالة القائمة، فضلاً عن سعر العرض، ثم تشكيل لجنة للتفاوض مع أصحاب العروض حسب أولويتها فى الترتيب على كافة شروط البيع، ولا يعتبر عقد البيع نافذاً إلا بإعتماده من مجلس الإدارة أو الجمعية العامة للشركة حسب الأحوال، وفقاً لقواعد الاختصاص[1].

---

(١) ويختص مجلس إدارة الشركة القابضة ببيع أسهمها فى شركاتها التابعة ما لم يترتب على البيع إنخفاض نسبة مساهمة الشركة القابضة سواء بمفردها أو مع غيرها من الشركات القابضة والأشخاص الإعتبارية العامة وبنوك القطاع العام عن ٥١٪ من رأس المال، إذ يتعين إتخاذ القرار فى هذه الحالة من الجمعية العامة غير العادية للشركة القابضة (مادة ٢٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١) أما بالنسبة للأصول المملوكة للشركة التابعة فينعقد الاختصاص فى بيعها لجمعيتها العامة غير العادية.

د-البيع لإتحادات العاملين المساهمين:

أجاز القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فى مادته رقم ٧٤ للعاملين بالشركات التابعة تكوين إتحاد يسمى "إتحاد العاملين المساهمين" يكون له الشخصية المعنوية، ويتملك لصالحهم بعض أسهم الشركة بموافقة جماعة المؤسسين للشركة أو جمعيتها العامة غير العادية، ودون الإخلال بحق الإتحاد فى شراء الأسهم المقيدة أو المتداولة فى بورصة الأوراق المالية[1].

وقد تكونت إتحادات العاملين المساهمين فى بعض الشركات وإستفادت من هذا النص وإستطاعت أن تشترى بعض الشركات التى تم خصخصتها بنسبة ١٠٠٪ ومعظم أسهم بعض الشركات الأخرى بنسب تراوحت بين ٩٠٪ و٩٥٪، (جدول رقم ١٧).

---

(١) د. حسام الدين عبد الغنى الصغير، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال، العام للعاملين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، القاهرة، سنة ١٩٩٤، ص ١١٥ .

جدول رقم (١٧)

تابع إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتي ٣١ يناير ٢٠٠٢

م	اســــم الشــركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المباعة ٪
بيع لاتحاد العاملين المساهمين			
١	المكتب الهندسي للتصميمات والري	١	٩٩
٢	وادي كوم امبو لاستصلاح الاراضي	٧٠	١٠٠
٣	العامة لاستصلاح الأراضي	٦٠	١٠٠
٤	العقارية المصرية	٤٦	١٠٠
٥	الأشغال العامة	٢٣	١٠٠
٦	كراكات الوجه القبلي	٨	١٠٠
٧	الكراكات المصرية	١٩	٩٩
٨	العربية لاستصلاح الأراضي	٦١	١٠٠
٩	ريجوا	٢٨	١٠٠
١٠	شركة مساهمة البحيرة	٤٩	٩٨
١١	النيل للنقل البري	٢٧	٩٥
١٢	النيل للنقل الثقيل	٢٧	٩٥
١٣	النيل للنقل البضائع	٢٤	٩٥
١٤	النيل للنقل المباشر	١٨	٩٥
١٥	النيل لأعمال النقل	١٢	٩٥
١٦	المصرية للتوريدات والأشغال البحرية	١٦	٥١
١٧	مضارب أرز كفر الشيخ	١٣	٩٠
١٨	مضارب الشرقية	٣٩	٩٠
١٩	أمون للتوكيلات الملاحية	٢٦	٨٨
٢٠	أبو سمبل وطيبة للتوكيلات الملاحية	٢٦	٨٨
٢١	ممفيس للتوكيلات الملاحية	٤٣	٨٨
٢٢	الدقهلية لمضارب الأرز	٣٧	٩٠
٢٣	الإسكندرية لمضارب الأرز	٢٧	٩٠
٢٤	دمياط لمضارب الأرز	٤٩	٩٠
٢٥	رشيد لمضارب الأرز	١٢	٩٠
٢٦	السويس للشحن والتفريغ	٢٢	٩٢
٢٧	البحيرة لمضارب الأرز	٢٢	٩٠
٢٨	المصرية للري والصرف	٥	٩٠
٢٩	صان الحجر الزراعية	١٨	٩٥
٣٠	المصرية للأعمال البحرية . ماري ترانس	٤٣	٩٥
٣١	مضارب الغربية	٥١	٩٠
٣٢	مصر للاستيراد والتصدير	١٨	١٠٠
	إجمالي بيع لاتحاد العاملين المساهمين	٩٣٩	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

ونلاحظ أن البيع لإتحاد العاملين له مزايا عديدة ففضلا عن توسيع قاعدة الملكية وزيادة تقريب الفوارق بين الطبقات، فهو يؤدى إلى زيادة إنتاج الشركات المباعة، حيث يؤكد الإحساس بالمسئولية لدى العاملين فى هذه الشركات لأنهم يعملون فى شركات مملوكة لهم بالفعل وسوف تتحقق الأرباح كاملة لهم - أو معظمها حسب النسبة المملوكة لهم - أيضا سوف يتحملون الخسائر فى حالة تحققها، أى أن تطبيق سياسة الثواب والعقاب سوف تتحقق تلقائيا مما يزيد من إنضباط ونشاط العاملين، وبالتالى يؤدى بالضرورة إلى زيادة الإنتاج بما فيه من فائدة للعاملين وللدولة على حد سواء.

٦- مشكلات تنفيذ برنامج الخصخصة :

ثمة ثلاثة مشكلات رئيسية تواجه تنفيذ برنامج الخصخصة، وهى مشكلة ديون شركات قطاع الأعمال العام ومشكلة العمالة الفائضة ومشكلة إحتمال تعرض الإقتصاد للإحتكار أو للسيطرة الأجنبية، وسنتناول بإيجاز هذه المشكلات:

أ - مشكلة ديون شركات قطاع الأعمال العام : تعتبر ديون شركات قطاع الأعمال العام هى حجر عثرة أمام الإسراع فى تنفيذ برنامج الخصخصة، على الأقل بالنسبة للمشروعات المتفق على قيام القطاع الخاص بتملكها وإدارتها.

فديون قطاع الأعمال العام فى الأوساط الرسمية تقدر بحوالى مبلغ ٦٦ مليار جنيه منها ٣٧ مليار جنيه للبنوك على هذه الشركات[١]، وقد يتصور البعض أن حل مشكلة هذه الديون تتمثل فى إصدار سندات بقيمة مديونيات شركات قطاع الأعمال العام، ولكن مثل هذا الإجراء فى رأى بعض خبراء الإقتصاد[٢]، لن يعمل على تحسين تلك الشركات فى المدى

(١) د. حسين عمر، الجات والخصخصة،مرجع سالف الذكر، ص ٩٦، ٩٧ .

(٢) د. حسن عباس زكى ،الإدارة ومفهوم القطاع الخاص،مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، جريدة الأهرام، ١٩٩٦/٧/١٣:

القريب، ذلك أن الدين سوف يظل قائمًا ولكن بمسمى مختلف، وهو سندات بدلاً من قروض ممنوحة من الجهاز المصرفى، بمعنى أن عملية إصدار السندات كحل للمشكلة لا تعدو أن تكون سدادًا لمستحقات البنوك على هذه الشركات منذ فترات طويلة، ومن ذلك يظهر أن حل مشكلة مديونيات هذه الشركات يتمثل فى تخصيص حصة من حصيلة البيع ـ تنفيذًا لبرنامج الخصخصة ـ لسداد مديونيات شركات قطاع الأعمال العام وهو الحل الذى إتبعته الحكومة كعلاج لهذه المشكلة، وإن كان هذا الحل يؤدى الى التأخر فى تنفيذ برنامج الخصخصة.

ب ـ مشكلة العمالة الفائضة: إذا كانت الخصخصة تعنى إعطاء القطاع الخاص الريادة فى الإقتصاد القومى عن طريق إزالة معوقات الإستثمار وتحويل الأصول القائمة إلى القطاع الخاص لأنه أقدر على تنمية هذه الأصول، فمعنى ذلك أنه إذا تراءى للمستثمر الجديد فى الصناعة المباعة الإستغناءعن بعض العمالة، فإن أحد معطيات برنامج الخصخصة هو مسئولية الحكومة عن العمالة الفائضة سواء لدى المالك الجديد أو لدى الحكومة قبل إعادة الهيكلة للشركات المتعثرة، وتقدر العمالة الفائضة بجميع شركات قطاع الأعمال العام حوالى ١٠٪ إلى ١٥٪ من إجمالى العمالة القائمة[1]، من هنا فإن المشكلة فى حد ذاتها وإن كانت ليست مستعصية على الحل، حيث أن الحكومة قد تعهدت بألا تؤدى الخصخصة إلى مزيد من البطالة أو هبوط المستوى المعيشى للأيدى العاملة، وأن العمالة الباطلة سوف تعوض، وقد خصص جزء من حصيلة البيع للتغلب على أية آثار سلبية على قوة العمل، إلاّ أن مشكلة العمالة الفائضة تظل إحدى أهم المشكلات الناتجة عن الخصخصة حيث يحصل العامل على التعويض ولا يستطيع إستثماره لعدم درايته بذلك، فيقوم بإنفاقه والرجوع إلى البحث عن عمل مما يزيد من البطالة مرة أخرى.

---

(١) د. حسين عمر، الجات والخصخصة مرجع سالف الذكر، ص ٩٧.

ج ـ مشكلة إحتمال تعرض الإقتصاد للإحتكار أو سيطرة الأجانب :
وهى تعتبر من أهم المحاذير الواجب الحيطة لها، حيث أنها من القضايا الجوهرية التى تمس المصالح العليا للمجتمع، ذلك أن برنامج الحكومة المصرية لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، لا يتضمن فلسفة واضحة بشأن توزيع رأس مال المشروعات العامة على طوائف المستثمرين المختلفة بمناسبة التحول إلى القطاع الخاص، وبالتالى فليس هناك سياسة واضحة لتحديد الضوابط الكفيلة بمنع سيطرة الأجانب على الإقتصاد ومنع الاحتكار[1].

ومما لا شك فيه أن نجاح برنامج التحول إلى القطاع الخاص لن يتحقق إلاّ بوجود إطار تشريعى للبرنامج، يعالج مشكلاته ويتبنى فلسفة هادفة تدرأ سيطرة الأجانب على الإقتصاد، وتمنع الإحتكار، وتحث صغار المستثمرين والعاملين على المساهمة بشكل فعّال فى رؤوس أموال المشروعات المراد تحويلها إلى القطاع الخاص.

٧- مقومات نجاح تنفيذ برنامج الخصخصة:

هناك عوامل عديدة يجدر مراعاتها لتحقيق الإستفادة القصوى من عمليات الخصخصة ويمكن تلخيص هذه العوامل فيما يلى:

ـ العمل على نشر ثقافة القطاع الخاص-القائمة على تحمل المخاطر والمرونة فى التصرفات ـ وإعتبار معدل العائد على الإستثمار مؤشر النجاح الإدارى فيها، بدلاً من ثقافة القطاع العام المرتكزة على حماية الدولة للشركات فى مواجهة المخاطر.

– التسويق الفعال للشركة المراد خصخصتها، وبهذا ترتفع قيمة الأصول المعروضة للبيع مما يزيد من الإيرادات المتحصل عليها، إلى أقصى

(١) د. حسام الدين عبد الغنى،بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية،كلية الحقوق،سنة ١٩٩٤، ص ٧٦ .

مبلغ ممكن، وهذه الحصيلة يمكن إستخدامها فى التخفيف من الآثار السلبية لعملية الخصخصة[1].

- ينبغى أن يحصل المشترون على حوافز أو مزايا تدفعهم لشراء الأسهم المزمع طرحها للبيع، سواء كانت تلك الحوافز متمثلة فى بيع الأسهم بأسعار منخفضة إلى حد ما تضمن لهم أرباحًا مجزية، أو فى شكل توزيعات أعلى من سعر الفائدة على الودائع بالبنوك، حتى يكون هناك عناصر جذب للإستثمارات، خاصة بالنسبة لحديثى العهد بالبورصة.
- يجب دراسة أوضاع العمالة، وتعويض المستغنى عنها بشكل مناسب، فضلا عن تدريبهم لإقامة مشروعات صغيرة.
- ضرورة العزوف عن طرح شرائح الشركات المزمع بيعها فى السوق مرة واحدة، بل ينبغى التدرج بما تسمح بها الطاقة الإستيعابية للسوق، تفاديًا لحدوث هبوط فى الأسعار من جراء تحميل السوق بأكثر من طاقته.
- ضرورة الإعلان عن ميزانيات الشركات المزمع طرحها للبيع بالكامل، وكذلك عن مؤشراتها المالية، وذلك تطبيقًا لعناصر الإفصاح والشفافية.

ومما لا شك فيه أن إستراتيجية الخصخصة من المنظور العملى ستتأثر كثيرًا بحجم القطاع العام، والضغوط الخاصة بالإسراع بهذه العملية، والرغبة فى تقليص حجم القطاع العام وإقامة قطاع خاص بسرعة، مع إقامة هيكل إقتصادى يرتكز على آليات السوق.

ثانيا: القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية:

صدر القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بشأن شركات قطاع الأعمال العام فى ١٩٩١/٦/١٩ وصدرت اللائحة التنفيذية له فى ١٩٩١/١٠/٣١

---

(١) د. محمود صبح : الخصخصة لمواجهة متطلبات البقاء وتحديات النمو، مرجع سبق ذكره، ص ١٦ .

وبموجب هذا القانون تحل الشركات القابضة محل هيئات القطاع العام الخاضعة للقانون ٩٧ لسنة ١٩٨٣، كما تحل الشركات التابعة محل الشركات التى تشرف عليها هذه الهيئات، وذلك اعتبارًا من تاريخ العمل بهذا القانون(١)، وفيما يلى عرض للمحاور الأساسية التى قام عليها القانون:-

- تحرير القطاع العام: يهدف القانون بالدرجة الأولى إلى تحرير القطاع العام (سابقًا) من القيود واللوائح الحكومية بحيث تحرر إدارة كل شركة، ويكون لها حرية التصرف شأنها فى ذلك شأن الإدارات فى القطاع الخاص، وقد لجأ القانون لتحقيق ذلك بإدخال عناصر جديدة من القطاع الخاص والخبراء فى تشكيل مجالس الإدارة.

- السير فى سياسة الخصخصة: الهدف الثانى للقانون هو السير فى سياسة الخصخصة التى أعلنت عنها الحكومة منذ سنوات كخطوة على طريق زيادة الإنتاج، وعدم إعتماد شركات قطاع الأعمال على ميزانية الدولة لدعمها وتحمل خسائرها، وبذلك يزال عبء كبير عن عاتق ميزانية الدولة، وذلك أملاً فى تخفيض عجز الميزانية.

- إيجاد شخصية معنوية لكل شركة قابضة أو تابعة وذلك بإعداد نظام أساسى لكل شركة، وتسجيل كل شركة تابعة فى السجل التجارى، بإعتبار أن الشركة القابضة هى المالك الوحيد لأسهم الشركة التابعة، ثم أعطى القانون الشركة القابضة الحرية فى:

أ - تأسيس شركات مساهمة بمفردها أو بالإشتراك مع الأشخاص الإعتبارية العامة أو الخاصة أو الأفراد.

---

(١) نشر القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بإصدار قانون شركات قطاع الأعمال العام بالجريدة الرسمية بعددها رقم ٢٤)مكرر) فى ١٩٩١/٦/١٩، وصدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لسنة ١٩٩١ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ونشر بالجريدة الرسمية،عدد رقم ٤ تابع فى ١٩٩١/١٠/٣١.

ب ـ شراء أسهم شركات المساهمة أو بيعها أو المساهمة فى رأس مالها.

ج ـ تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية للشركة بما تتضمنه من أسهم وصكوك تمويل وسندات وأدوات أو أصول مالية أخرى.

د ـ إجراء جميع التصرفات التى من شأنها أن تساعد فى تحقيق كل أو بعض أغراضها(١).

وقد نصت المادة ٢٠ من القانون بأن أسهم الشركات التابعة قابلة للتداول طبقًا للأحكام المبينة فى اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية وقانون الشركات المساهمة، كما يجوز تداول حصص التأسيس والأسهم التى تعطى مقابل حصة عينية والأسهم التى يكتتب فيها مؤسسو الشركة من تاريخ قيدها فى السجل التجارى، وعلى ذلك فإن الشركات القابضة بما لها من سلطة فى إدارة محفظة الأوراق المالية للشركة بيعًا وشراءً لها حق شراء وبيع أسهم الشركات المساهمة فى رأس مالها، وبذلك يكون لها دور هام فى تنفيذ سياسة الخصخصة بتوسيع قاعدة الملكية الخاصة بإسم الشركات التابعة، وبدلاً من أن تكون الشركة القابضة هى المالك الوحيد لأسهم الشركات التابعة فإنها يمكنها بيع جزء أو كل أسهم الشركات التابعة (الشركة التابعة هى الشركة التى تملك الشركة القابضة نسبة ٥١٪ من رأس مالها)، فإذا قامت الشركات القابضة ببيع بعض الأسهم التى تملكها فى الشركات التابعة، سواء لتحسين الهياكل التمويلية، وزيادة السيولة، والتخلص من القروض وأعباء الفوائد الخاصة بها أو للتخلص من الإستثمارات الخاسرة أو للحصول على معلومات التكنولوجيا الحديثة بإدخال شركاء متخصصين فى صناعة ما، وأيًا كان سبب البيع، فإن ذلك سوف يؤدى إلى تنشيط البورصة بشكل

---

(١) د. السعيد فرحات،ود. ناجى خشبة،إدارة المنشآت المالية،دار أم القرى،المنصورة،سنة ١٩٩٧، ص ٢٢٨ .

ملحوظ كما سيؤدى إلى زيادة الإنتاج والربحية فى الشركات وتخفيض العجز بالميزانية.

أحكام عامة فى القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بشأن شركات قطاع الأعمال العام ولائحته التنفيذية:

١ ـ حظر القانون حرمان الشركات الخاضعة لأحكامه من أية مزايا أو تحميلها بأية أعباء تخل بالمساواة بينها وبين شركات المساهمة الخاضعة لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ (قانون الشركات) بما يعطى هذه الشركات الفرصة الكاملة للمنافسة مع الشركات الأخرى المؤسسة وفقًا لقانون الشركات.

٢ ـ أوجب القانون أن يقسم رأس مال الشركة التابعة للشركة القابضة الى أسهم إسمية متساوية القيمة، على أن يحدد النظام الأساسى القيمة الإسمية بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن مائة جنيه، وعلى أن يكون السهم غير قابل للتجزئة ولا يجوز إصداره بأقل من قيمته الإسمية، بما يتيح لأسهم الشركات فرصة التداول فى البورصة بقيمة معقولة للسهم تساعد على مرونة التداول فى البورصة.

٣ ـ أجاز القانون الإتفاق على التحكيم فى المنازعات التى تقع فيما بين الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون، أو بينها وبين الأشخاص الإعتبارية العامة أو الأشخاص الاعتبارية من القطاع الخاص أو الأفراد مصريين كانوا أو أجانب، وتطبق فى هذا الشأن أحكام قانون المرافعات المدنية والتجارية، وهو ما يتيح فرصة كبيرة فى إنهاء النزاعات بشكل سريع بعيدًا عن طول فترة التقاضى فى المحاكم العادية، بما يعكس رغبة المشرع فى زيادة مرونة عمل هذه الشركات، وحل جميع المنازعات المتعلقة بها أو بينها وبين الآخرين بأيسر السبل، بما يؤدى إلى إرتفاع ثقة المتعاملين مع هذه الشركات ويسهل تنفيذها لأهدافها فى الوقت نفسه، وقد ألغى القانون التحكيم

الإجبارى مما يعطى للشركات والأفراد الحق فى اللجوء إلى قاضيهم الطبيعى إذا لم يتفق الطرفان المتنازعان على التحكيم بإختيارهما.

٤- إشترط القانون عند وضع اللوائح المنظمة لشئون العاملين فى هذه الشركات ما يأتى:

أ - أن يكون لكل شركة هيكل تنظيمى وجدول للوظائف بما يتفق مع طبيعة أنشطة الشركة وأهدافها.

ب - إلتزام نظام الأجور بالحد الأدنى المقرر قانونًا.

ج - ربط الأجر ونظام الحوافز والبدلات والمكافآت وسائر المزايا المالية للعاملين فى ضوء ما تحققه الشركة من إنتاج أو رقم أعمال وما تحققه من أرباح.

وبذلك حافظ القانون للعاملين فى هذه الشركات على الحد الأدنى من حقوقهم لا ينقصون عنها، وفى نفس الوقت ربط الحوافز بالعمل والإنتاج وهو ما نادى به الفقهاء منذ عدة عقود، حيث كان القطاع العام يعطى للعاملين به الحوافز والأرباح دون النظر لنتائج أعمال الشركات، هل حققت مكاسب أم خسائر، وهو ما كان يؤدى إلى خمول العاملين فى هذه الشركات وعدم وجود حافز لديهم لزيادة الإنتاج، وعدم التفرقة بين من يعمل ومن لا يعمل منهم، وهو بربطه الحوافز بالإنتاج يحقق هدف من أهداف القانون وهو زيادة الإنتاج بما يؤدى إلى زيادة دخول العمل فى إطار الخطة القومية للتنمية الإقتصادية للدولة وبالتالى توفير الرفاهية لأفراده والعاملين فى مشروعاته الاقتصادية.

مما تقدم يتضح أن أحكام القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ جاءت متمشية تمامًا مع سياسة الدولة فى هذه المرحلة من الإتجاه للإقتصاد الحر وتطبيق مبدأ الخصخصة وتحرير شركات القطاع العام وفصل الإدارة عن

الملكية بما يحقق المرونة فى اتخاذ القرار وبما يساعد على تحقيق الأرباح لهذه الشركات وتنمية الاقتصاد القومى.

ونلاحظ من الجدول رقم (١٨) أن عدد الشركات المقيدة فى سوق الأوراق المالية ارتفع من ٣١٩ شركة فى نهاية ١٩٨٥ ليصل إلى ٦٨٠ شركة فى نهاية ١٩٩٦ بزيادة قدرها ٣٦١ شركة بنسبة زيادة ١١٣٪ وذلك يرجع إلى اهتمام الدولة بسوق الأوراق المالية وتغيير توجهات الحكومة إلى سياسة الأقتصاد الحر.

جدول (١٨)

تطور عدد الشركات المساهمة المسجلة فى البورصة (القاهرة والاسكندرية) وكذلك رءوس أموالها خلال الفترة (١٩٨٥-١٩٩٦)

السنوات	عدد الشركات المقيدة		رءوس الأموال (مليون)			الناتج المحلي الإجمالي (مليون)	نسبة رءوس الأموال للناتج المحلي الاجمالي
	اكتتاب ع	اكتتاب م	إجمالي	بالجنيه	دولار		
١٩٨٥	١٠٩	٢١٠	٣١٩	١٢٤٤	٦٨٨	٢٦٨٢٩,٢	٧,٢٠
١٩٨٦	١٢٥	٢٦٢	٣٨٧	١٥٢٤	٧٤٣,٥	٢٧٩٥٧	٨,١٠
١٩٨٧	١٣٠	٣٠٠	٤٣٠	١٨٦٩	٩٢٧	٤٣٢٤٩	٦,٥٠
١٩٨٨	١٤٧	٣٣٧	٤٨٤	٢١٠٢	٩٢٤	٤٥٦٠٣	٦,٧
١٩٨٩	١٤٩	٣٦١	٥١٠	٢٣١٧	٩٣٤,٤	٤٩٣٠٠	٦,٦
١٩٩٠	١٥٥	٤١٨	٥٧٣	٢٦٦٥	٩٠١,٩	٥٢١٢٢	٦,٨
١٩٩١	١٦٠	٤٦٧	٦٢٧	٣١٧٢	٩٥٩,٩	٥٤٩٠٦	٥,٧
١٩٩٢	١٦٢	٤٩٤	٦٥٦	٣٤٨٢	١٣٨٥	١٣٩١٠٠	٣,٥
١٩٩٣	١٥٧	٥١٧	٦٧٤	٣١٣٩	١٤١٧	١٤١٥٠٠	٣,٢
١٩٩٤	١٥٥	٥٤٥	٧٠٠	٤٥٩٧	١٠١٧,١	١٣٩٦٢٢	٤,٠٢
١٩٩٥	١٥٦	٥٦٢	٧١٨	٦٠٤٧	١٠١٠	١٤٦١٤٩	٤,٨٣
١٩٩٦	١٢٠	٥٦٠	٦٨٠	٩٣٤٢	٩٤٦	١٥٢٣٦٩	٦,٧١

المصدر: البنك المركزي المصري.

ثالثا: دور الخصخصة فى دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية:

لقد كان لدى مصر بورصة للأوراق المالية وكان العمل بها متطورًا إلى درجة كبيرة،وذلك فى فترة الخمسينات،ثم خضعت لحالة من الإنكماش فى حجم تعاملاتها وتدهور فى أسعار الأوراق المالية كرد فعل لقوانين وإجراءات التحول الاشتراكى،وقد إستمرت حالة التدهور حتى الثمانينات،حيث بدأت الدولة فى وضع مجموعة من البرامج والإجراءات والتشريعات التى تهدف إلى تنشيط هذا السوق وتنظيمة،مثل إنشاء الهيئة العامة لسوق المال من أجل تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة وتهيئة عملية إعادة بناء سوق الأوراق المالية، وإصدار مجموعة من القرارات والقوانين بغرض إعطاء إعفاءات ضريبية لتحفيز الإستثمار فى الأوراق المالية وبغرض تشجيع الشركات على تسجيل أوراقها المالية بالبورصة وتيسير التعامل فيها،وكان من بين أهم القوانين التى صدرت بهذا الشأن هو القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية والخاص بإصدار قانون شركات قطاع الأعمال العام، حيث نصت المادة ١٧ من اللائحة التنفيذية له على «أن يختص مجلس إدارة الشركة القابضة بتكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية للشركة، كما تنص المادة ٢٥ من نفس اللائحة على أن تختص الجمعية العامة غير العادية ببيع كل أو بعض أسهم الشركة التابعة»، ويعد الهدف الأساسى لهذا القانون هو خصخصة الملكية والحد من إحتكار القطاع العام لمعظم جوانب النشاط الإقتصادى، وفصل الإدارة عن الملكية وخصخصة الإدارة، وإعادة تأهيل شركات قطاع الأعمال العام لتشجيع القطاع الخاص على الدخول فيها مساهمًا أو مشتريًا،ومما هو جدير بالذكر أن عدد الشركات التابعة لقطاع الأعمال العام بلغ ٣٩٩ شركة فى ١٩٩١/٦/٣٠ رأسمالها ٩,٣ مليار جنيه واحتياطياتها ٧,٥ مليار جنيه،كما بلغ إجمالى أصولها ١٤٨,٦ مليار جنيه[1].

---

(١) د. صلاح زين الدين ، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموى المنشود ، المؤتمر العلمى السنوى الثامن عشر للإقتصاديين المصريين ، القاهرة ٧-٩ ابريل سنة ١٩٩٤ ، ص ٢٠ .

ومما لا شك فيه أن هذه الاجراءات والتشريعات أحدثت بعض التطور المطلوب فى بورصة الأوراق المالية، فقد حدث تطور فى عدد الشركات وعدد الأسهم ورؤوس أموال الشركات المقيدة بالسوق وحجم وقيمة التعامل(١).

وقد إنعكست آثار السياسات الجديدة على تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث إرتفع عدد الشركات المساهمة والمسجلة فى البورصة إلى ٧١٨ شركة فى يوليو عام ١٩٩٥ مقابل ٥٧٣ شركة عام ١٩٩٠ بزيادة قدرها ١٤٩ شركة، بمعدل ٣٠ شركة سنويًا فى المتوسط،كما إرتفع حجم التعامل فى السوق المصرى إلى ٣٨٤٩,٤ مليون جنيه فى يوليو عام ١٩٩٥ مقابل ٣٤١,٥مليون جنيه عام ١٩٩٠(٢).

وكان للخصخصة أكبر الأثر فى دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية لما لسوقى الإصدار والتداول من تأثير متبادل على بعضهما البعض، حيث أن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والإكتتاب فيها، والإكتتاب فى أسهم شركات قطاع الأعمال المباعة وفقًا لبرامج الخصخصة يزيد من الأوراق المالية المعروضة فى سوق التداول، فتنشط السوق وتزداد الحركة فيه وتحقق أهدافها بإعطاء السيولة للأوراق، وتقييمها طبقًا لظروف العرض والطلب، كما أن لزيادة كفاءة سوق الإصدار يجب أن يكون هناك سوق تداول نشطة وإدارة على درجة عالية من الكفاءة،ولذلك فإن السوق الثانوى إذا إتسم بالسهولة فى التعامل والإقتصاد فى النفقات وسرعة وسهولة تحويل الورقة المالية الى سيولة نقدية، أدى ذلك إلى إرتفاع كفاءة سوق الإصدار وحشد وتعبئة المدخرات القومية،وتدفقها نحو الإصدارات، ومن ثم زيادة الإستثمار القومى وزيادة معدلات النمو ودفع عجلة التنمية الإقتصادية للأمام.

---

(١) د. عبد الله سالم ، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم فى البورصة ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع، سنة ١٩٩٦، ص ١٥٩.

(٢) محمد سامح عبد الهادى، دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الإستثمارات ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة المنوفية ، كلية التجارة ، سنة ١٩٩٥، ص ١٨١ .

ومن ثم فإن كلا من سوق الإصدار الذى تلعب فيه الخصخصة أكبر دور فى عرض الشركات والأسهم للإكتتاب، وسوق التداول (البورصة) يؤثر فى الآخر ويتأثر به، فإذا كانت البورصة نشطة وتتداول فيها الأوراق المالية بكفاءة وكفاية،شجع ذلك المستثمرين على دخول سوق الإصدار لثقتهم فى إمكانية تحقيق السيولة لما يكتتبون فيه عند الحاجة من خلال سوق تداول كفء،وكلما إكتتب المستثمرون فى أسهم الشركات المعروضة كلما نشطت السوق وإزدادت الحركة فيه(١).

ومن ناحية أخرى،فالعلاقة بين الخصخصة وأسواق رأس المال هى علاقة مزدوجة،فكما تؤدى الخصخصة لإزدهار وتنشيط سوق رأس المال، فإن سوق رأس المال هو أحد المتطلبات الأساسية لتنفيذ الخصخصة والإستمرار فيها، حيث تسهم سوق رأس المال فى توفير النقود للمنشآت التى تخضع للخصخصة من ناحية ومن ناحية أخرى تساعد سوق رأس المال فى عملية تقييم المنشأة من خلال تحديد قيمة الأسهم المطروحة وفقًا للعرض والطلب فى البورصة.

ولا شك أن تطوير سوق رأس المال له ميزة كبرى للإقتصاد النامى، حيث يلعب دورًا هامًا فى التوازن الإقتصادى وفى تشجيع وتسهيل تدفقات رأس المال الأجنبى للداخل فضلا عن حشد رأس المال المحلى مما يدفع التنمية الإقتصادية للإزدهار، وهذا ما تحتاجه الدول النامية التى تفتقر معظمها لأسواق رأس مال متطورة(٢).

---

(١) د. عبدالحميد صديق، سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الاقتصاد القومى، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، سنة١٩٩٤، ص ٢٦٠ .

(٢) د. إيهاب الدسوقى ، التخصيصية والإصلاح الإقتصادى فى الدول النامية ، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٥، ص٢٣ .

جدول رقم (١٩)

تطور حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية

خلال الفترة من ١٩٨٣: ٢٠٠٢

السنة	حجم التعامل بالمليون جنيه	السنة	حجم التعامل بالمليون جنيه
١٩٨٣	٢٥,٤	١٩٩٣	٥٦٨,٦
١٩٨٤	١٠٧,٥	١٩٩٤	٢٥٥٧,٢
١٩٨٥	١١٤,٦	١٩٩٥	٣٨٤٩,٤
١٩٨٦	١٢٢,١	١٩٩٦	١٠٩٦٧,٥
١٩٨٧	١٨٦,٧	١٩٩٧	٢٤٢١٩,٨
١٩٨٨	١٣٤,٣	١٩٩٨	٢٣٣٦٤,٠٠
١٩٨٩	٢٢٩,٠٠	١٩٩٩	٣٩٠٨٦,١
١٩٩٠	٣٤١,٥	٢٠٠٠	٤٩٤٩٣,٧
١٩٩١	٤٢٧,٨	٢٠٠١	٣١٦٧٤,٣
١٩٩٢	٥٩٦,٦	٢٠٠٢	٢٧٨٨٦,٣

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال ـ مركز المعلومات ١٠/ ١٠/ ٢٠٠٢.

الباب الثانى

العنصر البشرى وأثره المباشر على بورصة الأوراق المالية

مقدمة:

يعد بناء رأس المال البشرى من أهم العوامل التى أدت إلى نجاح الدول الأسيوية (سنغافورة، هونج كونج، كوريا الجنوبية، تايوان، ثم تايلاند وأندونيسيا وماليزيا) وهى الدول التى يطلق عليها النمور (الآسيوية) فى تحقيق معدلات نمو قياسية لم تتحقق فى مناطق أو دول أخرى، حيث بلغ متوسط معدل نمو الصادرات لهذه الدول فى بداية التسعينيات ٢١٪ سنويًا، وبلغ معدل نمو رأس المال أكثر من ٢٠٪ من الناتج المحلى الإجمالى، بينما بلغ معدل الإدخار المحلى من ٢٥٪ إلى ٣٠٪، كما تحققت معدلات نمو قياسية لرأس المال البشرى وللإنتاجية بصفة عامة، وقد أورد البنك الدولى فى تقريره عام ١٩٩٤ تحت عنوان «معجزة شرق آسيا» عامل بناء رأس المال البشرى كأحد أهم عوامل نجاح هذه الدول، فشعوب هذه الدول، أصبحوا يقدسون العمل وقيم العمل الاجتماعية، وبذل أقصى مجهود مما أدى إلى رفع إنتاجية العمل، وقد ساعد فى ذلك اتباع سياسات تعليمية تدفع من مستويات التعليم والتدريب، والتركيز على تعلم العلوم والتكنولوجيا، فضلا عن الاهتمام غير العادى بنقل التكنولوجيا الأجنبية المتطورة، وكان للقضاء على البيروقراطية وإعطاء الدولة دورا جوهريا لايتعارض مع اقتصاد السوق، دورا مهمًا فى هذا النجاح وكان ذلك عن طريق جعل الجهاز الحكومى فى خدمة عملية الإنتاج والاستثمار، والعمل على تقليص حجم الجهاز الحكومى وإزالة أية معوقات يتسبب فيها، ووضع السياسات التى تدعم الاستقرار الاقتصادى، فضلا عن الإطار القانونى والتنظيمى الذى تنتهجه الدولة وتحرص على حمايته عن طريق آليات الحوافز والموانع، فضلا عن دور الدولة فى الرقابة والإشراف والتوجيه[1].

---

(١) د. عزت عبد الحميد البرعى رءوس الأموال الساخنة والأزمات المالية والاقتصادية، مركز المحروسة للبحوث والنشر، القاهرة، سنة ٢٠٠٢، ص ٥٨ ومابعدها.

ومثلها مثل باقى دول العالم يعد العنصر البشرى من أهم العوامل المؤثرة على أداء جميع المؤسسات الإقتصادية مثلها مثل باقى المؤسسات الأخرى سواء العلمية أو العملية،وعلى ذلك سنحاول فى هذ الباب تناول تأثير العنصر البشرى على أداء بورصة الأوراق المالية ومعرفة دور هذا العامل فى تنمية وتنشيط البورصة، ونقسم دراسة هذا الموضوع إلى أربعة أقسام نتناول أولاً القائمين على إدارة البورصة وحرية التخطيط وإتخاذ القرار، ودور الإدارة فى تنمية البورصة،ثم نتناول فى القسم الثانى دراسة موضوع الشفافية وتكنولوجيا نظم المعلومات وتأثيرهما على أداء البورصة، فنتناول دور المحاسبين ومراقبى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح ثم دور تكنولوجيا نظم المعلومات فى مرونة عمل البورصة،ثم فى القسم الثالث من هذا الباب نتناول دور سماسرة بورصة الأوراق المالية التاريخى فى تنشيط البورصة، ثم دور شركات الوساطة الذى يعد إمتدادًا لدور السماسرة فى العصر الحديث،ثم فى القسم الرابع نحاول معرفة سلوك المستثمرين فى الأوراق المالية وإختلاف أهدافهم، ثم تأثر البورصة بهذا السلوك.

وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الباب إلى ما يلى:

الفصل الأول :القائمين على إدارة البورصات وحرية التخطيط وإتخاذ القرار.

المبحث الأول: الإدارة ودورها والأهداف التى تسعى لتحقيقها لتنمية البورصة.

المبحث الثانى: وظيفة التخطيط ووضع السياسات.

المبحث الثالث: حرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه.

الفصل الثانى: الشفافية وتكنولوجيا نظم المعلومات وأثرهما على أداء البورصة.

المبحث الأول: دور المحاسبين ومراقبى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية.

المبحث الثانى: تكنولوجيا نظم المعلومات وأثرها على مرونة عمل البورصة.

الفصل الثالث: سماسرة بورصة الأوراق المالية.

المبحث الأول: دور السماسرة فى تنشيط عمل البورصة.

المبحث الثانى: شركات الوساطة فى الأوراق المالية ودورها المنشود فى النهوض بالبورصة.

الفصل الرابع: سلوك المستثمرين فى الأوراق المالية ودوره فى التأثير على أداء البورصة.

المبحث الأول: تعدد وإختلاف المستثمرين فى الأوراق المالية.

المبحث الثانى: تأثر أداء البورصة بسلوك المستثمرين.

الفصل الأول

القائمون على إدارة البورصة وحرية التخطيط واتخاذ القرار

لما كانت الإدارة السليمة هى العنصر الأساسى والضرورى لتقدم المؤسسات الإقتصادية ونموها مثلها مثل باقى الأنشطة الأخرى فى كافة القطاعات، فإن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال قد أحال تنظيم إدارة البورصة وشئونها المالية إلى رئيس الجمهورية وذلك لأهمية هذا الموضوع وحيويته.

وحيث أن الإلمام بالأحكام المنظمة لإدارة البورصة والمحددة للقائمين عليها وإختصاص كل منهم يعد أمرًا هامًا لدراسة البورصة والعوامل المؤثرة فيها، كما أن محاولة معرفة الأهداف التى تسعى الإدارة لتحقيقها لتنمية البورصة أمرًا ضروريا فى بحثنا هذا، خصوصًا مع إلقاء نظرة على وظيفة التخطيط ووضع السياسات للوصول إلى القرار الأمثل وحرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه، حتى يمكننا الوصول إلى معرفة أهمية الإدارة والقائمين عليها فى تنمية البورصة.

وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى ما يلى:

المبحث الأول: الإدارة ودورها والأهداف التى تسعى لتحقيقها لتنمية البورصة.

المبحث الثانى: وظيفة التخطيط ووضع السياسات.

المبحث الثالث: حرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه.

المبحث الأول
الإدارة ودورها والأهداف التى تسعى لتحقيقها لتنمية البورصة

نصت المادة ٢٥ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال على أن تستمر بورصتا القاهرة والإسكندرية فى مباشرة نشاطهما بالشخصية المعنوية المقررة لهما فى تاريخ العمل بهذا القانون، ويصدر بالأحكام المنظمة لإدارتها وشئونها المالية قرار من رئيس الجمهورية[1]، وإلى أن يصدر هذا القرار تطبق على البورصتين النظم المالية والإدارية التى كان معمولاً بها قبل صدور هذا القانون" أى الواردة بالقانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية.

وقد صدر قرار رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بالأحكام المنظمة لإدارة بورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشئونهما المالية بتاريخ ١٩٩٧/٣/٦.

وأهم هذه الأحكام ما يلى:

١ ـ يتولى رئيس البورصة إدارتها وتصريف شئونها،ويمثلها أمام القضاء وأمام الغير،وله ولمن ينيبه حق التوقيع نيابة عن البورصة،ويختار رئيس البورصة من بين الشخصيات ذات الخبرة العالمية فى المجالات

---

(١) نصت المادة ٥ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال على أن ينشر هذا القانون فى الجريدة الرسمية ، ويعمل به من اليوم التالى لتاريخ نشرة، وقد نشر بالجريدة الرسمية، العدد رقم ٢٥ مكرر فى ١٩٩٢/٦/٢٢.

الإقتصادية والمالية، ويصدر بتعيينه قرار من رئيس مجلس الوزراء لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد أخرى.

٢ - يشكل مجلس إدارة البورصة برئاسة رئيسها وعضوية كل من:

أ - ممثل عن البنك المركزى المصرى يختاره محافظ البنك.

ب - ممثل عن الهيئة العامة لسوق المال يختاره رئيسها.

ج - ممثلين عن البنوك يتم إختيارهما بالانتخاب وفقًا للقواعد والإجراءات التى يصدر بها قرار من مجلس إدارة إتحاد البنوك.

د - ستة عن الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية يتم إختيارهم بالإنتخاب وفقًا للقواعد والإجراءات التى يصدر بها قرار من وزير الإقتصاد والتعاون الدولى، ولرئيس المجلس أن يدعو لحضور جلساته من يراه من ذوى الخبرة دون أن يكون له صوت معدود فى المداولات، وتكون مدة عضوية المجلس ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد أخرى.

٣ - يضع مجلس إدارة البورصة السياسة العامة التى تسير عليها ويباشر الإختصاصات الآتية:

أ - إصدار القرارات والقواعد اللازمة لحسن سير العمل وسلامة وإستقرار المعاملات فى البورصة .

ب - إصدار اللوائح والقرارات التفصيلية المنظمة للشئون الإدارية والمالية للبورصة،واللوائح المنظمة لشئون العاملين بها وكذا وضع اللائحة الداخلية للبورصة.

ج - تشكيل اللجان اللازمة لقيد الأوراق المالية فى الجداول،ولمراقبة أسعار الأوراق المالية المتداولة بالبورصة، والتحقق من سلامتها، ولتسيير سائر أعمال البورصة.

د - وضع القواعد اللازمة للإستعانة بالخبراء اللازمين لحسن أداء البورصة لأعمالها.

هـ ـ الموافقة على مشروع الموازنة السنوية والقوائم المالية.

و ـ قبول المنح والموافقة على القروض التى تحقق أغراض البورصة.

ويجوز لمجلس الادارة أن يعهد ببعض إختصاصاته إلى لجنة من أعضائه أو إلى رئيس المجلس، كما يجوز له أن يكلف أحد أعضائه بأداء مهمة محددة.

٤- يجتمع مجلس إدارة البورصة بدعوة من رئيسه مرة على الأقل كل أسبوعين، وعلى الرئيس دعوة المجلس للإنعقاد كلما طلب ذلك أربعة من أعضائه،وتكون إجتماعات المجلس صحيحة بحضور أغلبية أعضائه،وتصدر القرارات بأغلبية أراء الحاضرين،وعند التساوى يرجح الجانب الذى منه الرئيس.

٥ ـ تبلغ قرارات مجلس الإدارة الى رئيس الهيئة العامة لسوق المال، فإذا لم يعترض عليها خلال خمسة عشر يومًا من إبلاغه كانت نافذة،أما إذا إعترض عليها أعادها إلى المجلس خلال هذه المدة للنظر فيها على ضوء أسباب الإعتراض،فإذا أصر عليها المجلس بأغلبية ثلثى أعضائه إعتبرت نافذة.

٦ ـ على رئيس البورصة إبلاغ رئيس الهيئة العامة لسوق المال بما يقع من شركات السمسرة،وغيرها من الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية ذات الصلة بالبورصة من مخالفات لأحكام القوانين واللوائح والقرارات والقواعد المنظمة للعمل بالبورصة، بما فى ذلك تقديم بيانات غير حقيقية للبورصة خاصة بالشركة أو بنشاطها، وتطبق على المخالفة الجزاءات المنصوص عليها فى المادتين ٣٠، ٣١ من قانون سوق رأس المال، وعلى رئيس الهيئة إتخاذ الإجراءات القانونية حيال المخالفة طبقًا لأحكام المادتين المشار إليهما،وتسرى على التظلم من القرارات التى تصدر فى هذا الشأن أحكام المادة ٣٢ من ذلك القانون.

ومما هو جدير بالذكر أن المادة ٣٠ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ نصت على أنه "يجوز وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام

هذا القانون أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذًا له، أو إذا فقدت أى شرط من شروط الترخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التى يحددها رئيس الهيئة، ويصدر بالوقف قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تجاوز ثلاثين يومًا،ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تخطر به بكتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول،ويعلن عن ذلك فى صحيفتين صباحيتين يوميتين واسعتى الإنتشار على نفقة الشركة، فإذا إنتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التى تم الوقف من أجلها تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص.

كما نصت المادة ٣١ على أن لمجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد إستقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين فى الشركة أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير الآتية:

أ - توجيه تنبيه إلى الشركة.

ب - منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص له بمزاولتها.

ج - مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الإنعقاد للنظر فى أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة وإتخاذ اللازم نحو إزالتها ويحضر إجتماع مجلس الإدارة فى هذه الحالة ممثل أو أكثر عن الهيئة.

د - تعيين عضو مراقب مجلس إدارة الشركة وذلك للمدة التى يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة فى مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات.

هـ - حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتًا لحين تعيين مجلس إدارة جديدة بالأداة القانونية المقررة .

و - إلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع عنها.

أما المادة ٣٢ من هذا القانون فقد رتبت سبل التظلم من قرارات مجلس إدارة الهيئة، وحددت مدة خمسة عشر يومًا من تاريخ إبلاغ صاحب الشأن بالقرار أو علمه بالتظلم أمام لجنة التظلمات، والتى تشكل بقرار من وزير الإقتصاد برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة وعضوية إثنين من مستشارى مجلس الدولة يختارهم المجلس، وأحد شاغلى وظائف مستوى الإدارة العليا بالهيئة يختاره رئيسها، وأحد ذوى الخبرة يختاره الوزير.

٧ ـ يكون للبورصة مراقب للحسابات يصدر بتعيينه قرار من رئيس الهيئة العامة لسوق المال لمدة سنة قابلة للتجديد لمدد أخرى.

مما تقدم يتضح أن حرية إتخاذ القرار بالنسبة لمجلس إدارة البورصة متاحة فى حدود القانون والرقابة من الهيئة العامة لسوق المال.

وقد بادرت إدارة البورصة بإتخاذ الكثير من الإجراءات والقرارات التى أدت إلى مرونة العمل بالبورصة، وضبط سوق رأس المال ووضوح عمليات التداول، والحد من التلاعب والتأثير على أسعار الأوراق المالية بطرق غير مشروعه، ومن أهم الإنجازات التى حققتها إدارة البورصة لتحقيق هذه الأهداف ما يلى:

أولا: التحديث المؤسسى لسوق الأوراق المالية:

كان لابد من التطوير المؤسسى لسوق الأوراق المالية لتتمكن من أداء واجباتها ولتحقيق أهدافها، حيث تم إتخاذ العديد من الخطوات فى هذا الصدد منها وضع هيكل تنظيمى متكامل للبورصة المصرية وتم إستحداث بعض الإدارات مثل إدارات البحوث وتطوير السوق،والإفصاح،ومراقبة التداول والرقابة على السوق،والحاسب الآلى، وتكنولوجيا المعلومات، والعلاقات العامة والتسويق،والمتابعة الفنية،كما تم وضع لائحة لتنظيم الشئون الإدارية والمالية وتم وضع تنظيم لعمل اللجان التى يتطلبها العمل كلجان الأسعار والقيد،كما تم الإنتهاء من تحديث وتطوير أداء الإدارات

القائمة،وتم إنشاء العديد من اللجان الإستشارية للبورصة مثل لجنة مناقشة قواعد العضوية،ولجنة مناقشة قواعد التداول واللجنة الدولية للبورصة.

وقد تم الإنتهاء من مراحل إعادة ترميم وتجهيز وتأثيث مبنى البورصة لتصبح واجهة مشرفة لسوق رأس المال المصرى،كما تم تجهيز وتطوير مبنى البورصة بالإسكندرية،كما تم تطوير قاعة التداول بالمبنى الرئيسى بأحدث الأساليب المستخدمة عالميًا،وقد تم الإستعانة فى هذا المجال بالشركة العامة التى قامت بتجهيز قاعة التداول فى بورصة نيويورك،كما تم تجهيز قاعة إحتياطية للتداول لا تقل كفاءة عن القاعة الرئيسية لمواجهة حالات الطوارئ[١].

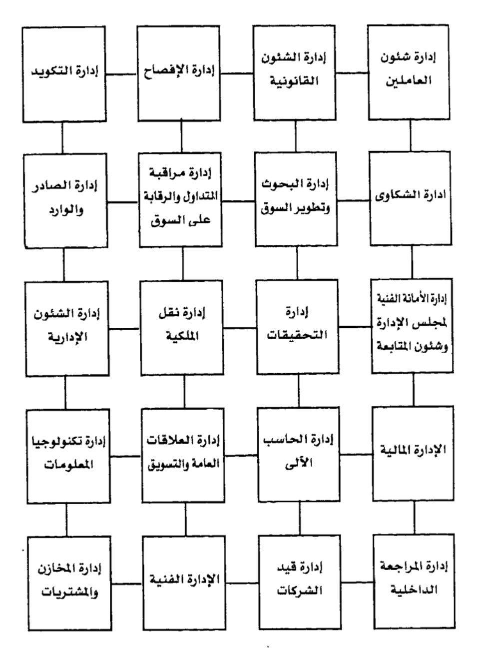
كما تم وضع خطة طموحة لتدريب وتطوير الكوادر البشرية بالبورصة بتدريبها وتنميتها وذلك بالتعاون مع المؤسسات العالمية مثل مؤسسة «يورومنى» والأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية بالإضافة إلى التعاون مع جامعة هارفارد والجامعة الأمريكية[٢].

---

(١) د. محمد البخشونجى، سوق المال، خطة لتطوير البورصة فى الألفية الجديدة ، مجلة أخبار البنوك عدد ٢٤، مارس، ابريل سنة ٢٠٠٠، ص ٤٢، وما بعدها.

(٢) د. لطف الله إمام صالح، منظومة سوق المال المصرية ، دار الكتب والوثائق القومية ، رقم ى ١٤٥١٧٦، سنة ٢٠٠١، ص ٥٣ .

إدارات البورصة



المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية.

ثانياً: تطوير قواعد قيد الأوراق المالية:

وقد تم الإنتهاء من إعداد مشروع قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالتنسيق مع إدارة البورصة، والذى يتطلع لتحقيق المعادلة بين توفير إمكانية قيد الشركات المصدرة فى أسرع وقت ممكن وفى نفس الوقت توفير الحماية للمستثمرين عن طريق إمدادهم بالمعلومات الكافية واللازمة لإتخاذ القرارات الإستثمارية السليمة(1).

وتتضمن القواعد الجديدة ما يفيد أن القيد فى البورصة يعتبر ميزة وليس حقاً وتقتصر تلك الميزة على الشركات القادرة على خلق قيمة للمستثمرين والمساهمين، وتم تحديد معايير كمية ووصفية للشركات التى تقيد فى البورصة مثال ذلك حد أدنى لرأس المال المدفوع كشرط للقيد فى الجدول الرسمى وهو ٢٠ مليون جنيه مدفوع بالكامل وكذلك ألا يقل عدد الأسهم المصدرة والمطلوب قيدها عن ٢ مليون سهم، وأن تكون الشركة مصدرة الورقة المالية قد نشرت على الأقل القوائم المالية لثلاث سنوات من تاريخ قيدها فى السجل التجارى، وألا يقل عدد المكتتبين فى الأسهم المطروحة للإكتتاب العام عن ١٥٠مكتتب ولو كانوا من غير المصريين وألا يقل ما يطرح من الأسهم الأسمية للإكتتاب العام عن ٣٠٪ من مجموع أسهم الشركة،وألا يقل صافى الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية تسبق طلب القيد عن ٥٪ من رأس المال، هذا بالاضافة إلى إلزام الشركات بتوفير الإفصاح الكامل عن أية معلومات جوهرية قد تؤثر على أسعار الأسهم وذلك فى الوقت المناسب(2)، ولا يقتصر الإفصاح

---

(١) د. حمدى عبد العظيم ، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، مركز البحوث، ندوة القواعد الجديدة للقيد والإفصاح فى البورصة المصرية ، ٢٠٠٠/١٠/٢١.

(٢) يقصد بالمعلومات الجوهرية كما ورد فى مشروع قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ما يلى:

- أى تغيير فى هيكل الملكية بما يجاوز نسبة ٥٪من رأس المال.
- وصول المديونية أو تجاوزها نصف القيمة الدفترية لصافى الأصول.
- تحقيق خسائر تصل إلى أو تجاوز ٢٠٪ من القيمة الدفترية لصافى الأصول. =

على المعلومات المالية فقط وإنما يشمل أية معلومات متعلقة بالشركة، كما تلتزم بالمبادئ الدولية فى المحاسبة والمراجعة وأهمها الإفصاح عن السياسات المحاسبية ونشر القوائم المالية،كما ستعمل قواعد القيد للأوراق المالية على توفير الحماية والأمان للمستثمر، والمحافظة على مستوى الثقة فى البورصة عن طريق توصيل المعلومات للمتعاملين فى الوقت المناسب والتى يكون لها تأثير على نشاط السوق وأسعار الورقة المالية،وتوفير المعلومات عن مستوى كفاءة مديرى وأعضاء مجلس إدارات الشركات المصدرة، وكذلك مستوى أداء الإدارة وضمان معاملة جميع حاملى الأسهم بمساواة وعدل،وضمان أن تقوم إدارة الشركة المصدرة بإتخاذ قراراتها لمصلحة المستثمرين والمساهمين بمساواة حتى لو كان مساهموا الإكتتاب العام يمثلون نسبة صغيرة من رأس المال، كما يتم إلزام الشركات بقواعد الإفصاح الواردة بقواعد القيد ولضمان ذلك تم إنشاء إدارة للإفصاح وهى إدارة متخصصة لمتابعة الإفصاح، وأهم أهدافها توفير البيانات والمعلومات للمتعاملين فى السوق فى الوقت المناسب مما يساعدهم على إتخاذ قرارات الإستثمار على أساس سليم،كما أنها تتلقى المعلومات من الشركات سواء القوائم المالية أو غيرها من البيانات الجوهرية التى تطرأ على أى شركة، ومن أهم وظائف إدارة الإفصاح المتابعة الدورية للشركات النشيطة عن طريق الإتصال اليومى بمسئولى الإتصال والقيام بزيارات دورية لتلك الشركات،وإعداد بعض التحليلات الرئيسية عن القوائم المالية للشركات النشيطة وعرضها فى شكل يسهل على المستثمر قراءتها وفهمها، بالإضافة إلى توفير أى

= - الدعاوى القضائية المقامة ضد الشركة والتى تتعلق بنشاطها أو احد اعضاء مجلس الإدارة أو احد المديرين الرئيسيين بها أو اى أحكام تصدر بشأنها.

- الاتفاق على شراء أو بيع إستثمارات من أو إلى احد اعضاء مجلس الإدارة أو احد أقاربه حتى الدرجة الثانية أو من أو إلى احد المساهمين الرئيسيين.

- الإتفاق على شراء أو بيع حصة فى شركة يملكها احد المساهمين الرئيسيين بالشركة المقيدة أو طالبة القيد.

- صدور اى قرارات إدارية تتعلق بالشركة أو سحب أو الغاء لهذه القرارات.

أخبار عن الشركات والتى قد تؤثر على سعر الورقة فى السوق وكذلك على موقع البورصة بالإنترنت.

ثالثا: تطوير قواعد تداول الأوراق المالية:

تم الإنتهاء من تطوير قواعد التداول والتى سوف يتم العمل بها مع بداية تطبيق نظام التداول الجديد بما يضمن وجود الشفافية والعدالة فى سوق الأوراق المالية.

ومن أهم خصائص قواعد التداول الجديدة تقسيم السوق إلى سوق للأوراق النشيطة وسوق للأوراق الأقل نشاطًا، وتطبيق الجلسة الإستكشافية لتحديد سعر الفتح بصورة يومية، وإيقاف التداول على ورقة مالية معينة لحين حدوث التوازن فى العروض والطلبات عليها فى أثناء جلسة التداول منعًا للتحايل ووصولا للسعر الحقيقى للورقة،وتحديد أولويات تنفيذ العمليات حسب السعر، ونفس شركة السمسرة مصدرة الأمر، وتوقيت إدخال الأمر[١].

رابعا: رفع كفاءة شركات السمسرة:

تم الإنتهاء من وضع قواعد العضوية لشركات السمسرة، وتم تطبيقها بعد إعتمادها من

الهيئة العامة لسوق المال ووزارة الإقتصاد والتجارة الخارجية، وتساعد القواعد التنظيمية لشركات السمسرة، على رفع كفاءة هذه الشركات وإحكام الرقابة عليها لحماية سوق الأوراق المالية، وذلك بتحديد الشروط المطلوبة فى شركات السمسرة من ناحية الملاءمة المالية وكفاية رأس المال، وتحديد قواعد التنظيم الداخلى للشركات بما يضمن حسن سير العمل[٢]، وتنظيم العلاقة بين تلك الشركات والبورصة،

(١) د. لطف الله امام صالح، منظومة سوق المال المصرية ، مرجع سالف الذكر، ص ٥٦ .

(٢) نصت المادة الثالثة من قرار وزير الاقتصاد رقم ١٩٩٨/٤٤٧على أن تلتزم شركات السمسرة بوضع الأنظمة واللوائح الداخلية وإخطار الهيئة بها خلال ستة أشهر من تاريخ العمل بهذا القرار أى من ١٩٩٨/٨/٨، وتلتزم الشركة بوضع تنظيم لها قبل مضى شهر على تاريخ الترخيص لها بمزاولة

وتحديد الحقوق والواجبات بكل شركة تجاه البورصة، ووضع آلية لفض المنازعات بين المتعاملين لضمان السرعة والعدالة فى البت فى تلك المنازعات،وتقسيم الأعضاء بالبورصة الى عدة فئات: أعضاء قائمين بالمقاصة وأعضاء لهم حق التداول دون المقاصة وأعضاء مراسلين يعملون من خلال أعضاء آخرين، وتحديد أنواع الدفاتر والسجلات التى يجب على الأعضاء إمساكها.

كما تم إصدار قواعد تنظيم نشاط التعامل والوساطة والسمسرة فى السندات، حيث صدر فى يناير عام ٢٠٠٠ قرار وزارى رقم ٤٣ وقرار رقم ٤٤ لسنة ٢٠٠٠ ينظمان نشاط التعامل والوساطة والسمسرة فى السندات وصكوك التمويل وأذون الخزانة وغيرها من الأوراق المالية المشابهة وتغطية الإكتتاب فيها سواء بإسم الشركة المرخص لها بمزاولة النشاط لحسابها الخاص أو بإسم ولحساب عملائها، ويجوز تنفيذ العمليات الخاصة بذلك خارج أوقات التداول الرسمية بالبورصة، وسوف يساهم هذا النشاط فى زيادة السيولة للمستثمرين وتحقيق التوازن بين العرض والطلب على السندات[1].

نشاطها يكفل سلامة إختيار مديريها وممثليها وسائر العاملين بها والتحقق من حسن سير كل منهم وخبراتهم فى ضوء ما تضعه الهيئة من ضوابط فى هذا الشأن، ويقصد بالمديرين من يقومون بأعمال الإدارة الفعلية، فضلا عن توضيح نظام العمل بالشركة والاجراءات التى يلتزم بها المديرون والعاملون بها كما يجب أن تتضمن اللائحة الداخلية للشركات البيانات التالية على الأقل:

- الدورة المستندية الواجب إتباعها منذ تقدم العميل للتعاقد حتى إتمام العملية وإخطار العميل بها.
- هيكل إدارة الشركة مع بيان الأعمال ومسئوليات الإدارة الفعلية التى يمارسها المديرون.
- علاقة المركز الرئيسى للشركة بباقى الفروع.
- نظام تسجيل المراسلات المتبادلة بين الشركات وعملائها.
- نظام إمساك السجلات الداخلية وقيد شكاوى عملاء الشركة.
- نظام الرقابة الداخلية والمراجعة الدورية بما يكفل سلامة تطبيق القوانين.

المصدر: مجلة البورصة المصرية ، الأهرام الاقتصادى، إلتزامات شركات السمسرة ورقابة هيئة سوق المال، العدد ١٩٣، ٢٢ يناير سنة ٢٠٠١، ص ٣٠، ٣١ .

(١) برنامج وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية لسنة ٢٠٠١، ص ٤١، المصدر (وزارة الإقتصاد والتجارة الخارجية).

خامسا: إصدار وثيقة تأمين المسئولية المهنية فى مجال سوق الأوراق المالية:

لتحقيق درجة عالية من الثقة لدى المستثمرين فى البورصة وتوفير الحماية الكاملة لهم فقد تم إقرار العمل بوثائق تأمين المسئولية المهنية فى مجال سوق الأوراق المالية، وتهدف الوثيقة إلى توفير التغطية التأمينية ضد أخطار المسئولية المهنية للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية فى مصر تجاه عملائها، وتصدر الوثيقة التأمينية من خلال حساب مشترك يضم جميع شركات التأمين العاملة فى مصر، حيث تتعهد شركة التأمين بتعويض الطرف الثالث عن الخسائر والأضرار التى قد يتعرض لها المؤمن له خلال مدة التأمين المتفق عليها وفقًا للوثيقة وذلك فى أثناء مزاولته لأنشطته المعتادة فى مجال الأوراق المالية وتتناول وثيقة تأمين المسئولية المهنية قسمين رئيسيين:

القسم الأول: المسئولية المهنية للشركات العاملة فى الأوراق المالية، وتغطى الاهمال والإخلال بالواجب، والمسئولية المدنية، والإخلال بالسرية.

القسم الثانى: تغطيه جرائم الأوراق المالية وتغطى خيانة الأمانة من قبل الموظفين وفقد الممتلكات أو تبديدها أو إهلاكها لأى سبب،وتداول الأوراق المالية المزورة أو المفقودة أو المسروقة والتعليمات أو الأوامر المنطوية على غش.

وجدير بالذكر أن أى نزاع ينشأ بين المؤمن له والشركة فى تنفيذ شروط الوثيقة يتعين قبل اللجوء للقضاء عرضه على لجنة إستشارية لإبداء الرأى فيه وتتكون من ممثلى كل من هيئة سوق المال وهيئة الرقابة على التأمين والمؤمن له وشركة التأمين المعنية وللجنة أن تستعين بمن تراه من الخبراء المتخصصين فى موضوع النزاع.

وتشير الهيئة العامة لسوق المال إلى أن وثيقة التأمين المشار إليها تستهدف حماية المستثمرين فى الأوراق المالية من خلال قيام الشركات

فى مجال الأوراق المالية بالتأمين ضد عدد من المخاطر،وتعد وثيقة التأمين ترجمة واضحة وأساسية فى الإلتزام بالمعايير الدولية للتعامل فى الأوراق المالية[1].

سادساً: توفير كيانات متخصصة لجمع وتشغيل وإنتاج وبث المعلومات الفنية بإفصاح وشفافية:

تحتل مسألة الإفصاح عن البيانات المالية للشركات أهمية قصوى نظرًا لأنها واحدة من أهم الأركان التى ترتكز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية إلا أن نشر البيانات الدقيقة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية رغم أهميته فهو غير كاف بذاته لتحقيق التنشيط المنشود للبورصة، وإنما لابد من توعية المستثمر بكيفية استخدام هذه البيانات وتوفير الخبرات التى تستطيع تحليلها حتى يحقق الإفصاح هدفه فى جذب المستثمرين للبورصة[2].

وقد وافقت إدارة البورصة على تأسيس أول شركة تعمل فى مجال نشر المعلومات فى سوق الأوراق المالية عام ٢٠٠١، ويمثل هذا النشاط الجديد تكريسًا لفكرة الشفافية وإتاحة الفرصة للمتعاملين فى السوق للحصول على المعلومات اللازمة لترشيد قدراتهم الإستثمارية، والقضاء على إحتكار المعلومات لحساب فئات معينة داخل السوق،خاصة وأنه سيتم تقديم المعلومات مقابل سعر محدود، ومن ثم تعتبر شركات نشر المعلومات وسيلة للشفافية ووسيلة للقضاء على الإحتكار المعلوماتى،إذ أنه فى ضوء الأداء الحالى للبورصة ظهرت الحاجة لوجود كيانات متخصصة تقوم بنشر المعلومات التى تهم المستثمر،بشكل مهنى

(١) د. محمد البخشونجى، سوق المال، خطة لتطوير البورصة فى الألفية الجديدة ، مرجع سالف الذكر، ص ٤٤ وما بعدها.

(٢) د. عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها فى تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، كلية الحقوق فرع بنى سويف سنة ١٩٩٦، ص ١٦٠ ومابعدها

وبإحتراف، حيث تبدأ هذه الشركات بدراسة حاجة ورغبات المستثمرين من المعلومات فى ضوء أهدافهم الإستثمارية، نظرًا لتوافر المقومات المادية والفنية لدى شركات نشر المعلومات لإنتاج المعلومات بالدقة المطلوبة وفى الوقت المناسب، لحيازتها نظم المعلومات الإلكترونية ونظم الإتصالات المتطورة بالإضافة إلى الخبرات الفنية المتخصصة.

مما تقدم يتضح لنا أن إدارة البورصة تدعمها الهيئة العامة لسوق المال ووزارة الإقتصاد قد قاموا بدورٌ كبير، ومازالوا فى طريقهم لتحقيق الأهداف التى وضعوها نصب أعينهم لتحقيق تنمية بورصة الأوراق المالية ومعالجة القصور والأخطاء التى ظهرت أثناء تطبيق القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال،ومحاولة الوصول بأداء البورصة المصرية إلى الأداء العالمى حتى تعود إلى عصرها الذهبى كما كانت فى الأربعينات من القرن العشرين[1].

---

(١) منال فايز ، نشر المعلومات ، إحتكار أم شفافية ، الأهرام الاقتصادى ، البورصة المصرية عدد ١٦٠، يونيو سنة ٢٠٠٠، ص ١٨ وما بعدها.

المبحث الثانى
وظيفة التخطيط ووضع السياسات

لما كانت البورصة مثلها مثل باقى الهيئات الإقتصادية الهامة لها أهداف تسعى الإدارة إلى تحقيقها بكافة الوسائل القانونية،فإن تحقيق هذه الأهداف يستلزم وجود خطة، وللوصول إلى هذه الخطة وبلورتها فى شكلها النهائى ووضعها موضع التطبيق لابد أن نكون قد مررنا بمرحلة هامة هى مرحلة التخطيط ووضع السياسات، وبدونها ينعدم تحقيق الأهداف على الوجه الأمثل.

فالتخطيط هو المراحل الفكرية والذهنية المتعلقة بنشاط معين، تلك التى تبدأ بالتفكير فى الهدف ثم توضح كيفية تحقيقه،ووضع السياسات هو مجموعة المفاهيم والمبادئ التى توضع لكى تسترشد بها مختلف المستويات الإدارية عند إتخاذها القرارات،فهى تعكس وتترجم الأهداف وهى طريق ومرشد للوصول إلى هذه الأهداف.

ولأهمية التخطيط ووضع السياسات ودورهما الرئيسى فى العملية الإدارية للبورصة فسوف نحاول فى هذا المبحث التعرف على مفهوم التخطيط ووضع السياسات وأهميته وعناصره ومقومات نجاحه، والذى يسهم بدوره فى نجاح العمل الإدارى ككل، ومن ثم نستطيع أن نعرف كيف تحقق البورصة أهدافها وكيف تضعها موضع التنفيذ بنجاح.

● **مفهوم التخطيط وأهميته:**

التخطيط هو الوظيفة الأولى من وظائف الإدارة ولها السبق على جميع وظائفها الأخرى، حيث لا يمكن تنفيذ أية أعمال على الوجه الأمثل دون

أن يسبقها التخطيط السليم، فالتخطيط هو مرحلة التفكير وإتخاذ القرارات المتعلقة بهذه الأعمال كما أن التخطيط هو الذى يبلور الأفكار المختلفة ويضعها موضع التطبيق،كما أنه هو الذى يوفر للمدير الفرصة لإستغلال قدراته ومواهبه ومهاراته المختلفة حيث يستطيع أن يستغل الموارد المتاحة لديه أفضل إستغلال ممكن(١).

ويمكن تعريف التخطيط الإقتصادى بأنه "إعداد وتنفيذ برنامج إقتصادى وإجتماعى متناسق،معتمدًا على شئ من المركزية فى" الإعداد واللامركزية فى التنفيذ، متضمنًا تنبؤات للأهداف المرتقبة خلال فترة معينة،هادفًا إلى تحقيق تنمية إقتصادية سريعة ومنتظمة لجميع فروع النشاط الإقتصادى،وجميع مناطق الدولة(٢).

وما هو جدير بالذكر أن هناك فرق بين التخطيط والخطة،فالتخطيط يقصد به المراحل الفكرية والذهنية المتعلقة بنشاط معين، تلك التى تبدأ بالتفكير فى الهدف ثم توضح كيفية تحقيقه، والموازنة بين الظروف المستقبلية التى قد تساعد أو تعمل على إعاقة تحقيقه،بينما تعنى الخطة تفصيل للمراحل الواجب القيام بها وتحديد الإختصاصات والمهام، وكذلك تحديد التوقيتات المناسبة لإتمام كل مرحلة من المراحل وصولاً لتحقيق الأهداف المرجوة.

وفى ضوء ما تقدم فإن للتخطيط أهمية كبيرة يمكن تحديدها فى النقاط الآتية:

١ - يوضح التخطيط أهداف المنشأة التى تسعى إلى تحقيقها بصورة تمكن كل فرد فى التنظيم من التعرف على معالم تلك الأهداف مما يسهل معه الوصول إليها وتحقيقها.

((١) د. أحمد محمد غنيم ، أصول الإدارة ، جامعة المنصورة ، مكتبة كلية التجارة ، سنة ١٩٩٦، ص ٦٧ وما بعدها.

١) د.على لطفى ، التخطيط الإقتصادى ، دراسة نظرية وتطبيقه، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٧٩، ص١١ .

٢ ـ يساعد التخطيط على تشغيل المؤسسة إقتصاديا عن طريق إستغلال الموارد المتاحة فيها (أموال، معدات، خدمات، أفراد... الخ)، أحسن إستغلال ممكن،مما يؤدى إلى توحيد الجهود المختلفة فيها من أجل تحقيق الأهداف.

٣- التخطيط يلقى الضوء على المستقبل ويحاول كشف أبعاده وإعداد الترتيبات اللازمة لمواجهة الأحداث المتوقعة، وبإعتبار ذلك فإنه يساهم فى تحديد المشكلات والعقبات المتوقع حدوثها، وبالتالى يسعى إلى إتخاذ كافة الإجراءات والإستعدادات اللازمة لمواجهتها،الأمر الذى يترتب عليه تخفيض المخاطر التى تتعرض لها المنظمة فى المستقبل فضلا عن عدم تعطل العمل وإستمراره.

٤- يساعد التخطيط على تحديد رؤية واضحة ومتكاملة عن نشاط المؤسسة والمناخ الذى تعمل فى نطاقه،وبالتالى تأتى الجهود المبذولة على قدر تحقيق الأهداف المنشودة.

٥ ـ يساعد التخطيط على التحديد الدقيق لحجم ونوعية المدخلات من الموارد المختلفة التى تستخدمها المؤسسة، سواء كانت تتعلق بالموارد البشرية من خبراء وموظفين وفنيين أو تتعلق بالأجهزة والآلات والمبانى وخلافة.

٦- يساعد التخطيط على منع التداخل والازدواج بين الأنشطة الرئيسية والفرعية للعمل، وذلك عن طريق تحديد الوقت اللازم لأداء كل مرحلة من مراحل العمل، وربط أجزاء العمل مع بعضها البعض،الأمر الذى يؤدى إلى تتابعها وإنسيابها بسهولة، وتحقيق الأهداف المرجوة فى أقل وقت ممكن.

٧- يسهل التخطيط من مهمة كل من المديرين والمرؤسين معًا،نظرًا لوضوح أساليب العمل وخطواته وإجراءاته،الأمر الذى يجعلهم يشعرون

بأنهم يسيرون وفقًا لبرنامج مدروس، مما يرفع من كفاءتهم فى الأداء ويجعلهم يقبلون على أداء واجباتهم برضاء وإقتناع[1].

٨ ـ ييسر التخطيط إجراءات عمليات الرقابة،فالتخطيط والرقابة وظيفتان متكاملتان،حيث تسعى الوظيفة الأولى إلى تحديد مسار الأعمال، بينما تسعى الرقابة الى التأكد من أن المراحل التنفيذية تتم وفقًا لبرنامج التخطيط المرسوم.

٩ ـ يساهم التخطيط فى القضاء على الأخطاء والتقليل منها إلى أقل قدر ممكن،حيث فى ظل التخطيط تصبح قرارات الإدارة غير عشوائية وإنما تكون قرارات مدروسة ومخططة بدقة فى ضوء الإمكانيات المتاحة والمتوقعة،الأمر الذى يقلل من الأخطاء ويقضى عليها.

● عناصر التخطيط:

تعتبر عناصر التخطيط بمثابة دعامات أساسية للتخطيط،هذا وتتمثل هذه العناصر فيما يلى:

١ ـ تحديد الأهداف .

٢ ـ رسم السياسات الإدارية.

٣ ـ الإجراءات.

٤ ـ البرامج الزمنية .

٥ ـ التنبؤ.

٦ ـ الموازنات التخطيطية.

ونوضح العناصر السابقة بشئ من التفصيل فيما يلى:

١ ـ تحديد الأهداف:

الأهداف هى الغايات أو النتائج التى تصبو إلى تحقيقها المؤسسات

---

(١) د. على لطفى ، التخطيط الإقتصادى ، دراسة نظرية وتطبيقية ، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٧٩، ص ٤٣ .

على إختلاف أنواعها، وهى تتعلق بالمستقبل وبالآمال التى يراد تحقيقها،وتعتبر الأهداف نقطة الإنطلاق للتخطيط حيث منها تتبع كافة العناصر، فلا يمكن أن يكون هناك جهد جماعى دون أن يكون هناك هدف أو أهداف يسعى هذا الجهد إلى الوصول إليها لتحقيقها.

هذا وحتى تحقق الأهداف الغرض المطلوب منها فلابد أن تتوافر فيها مجموعة من الشروط أهمها ما يلى:

أ - أن تكون الأهداف واقعية حيث يجب أن ترتبط الأهداف بالإمكانات والموارد المتاحة للمؤسسة لا مجرد أحلام وخيالات لا يمكن تحقيقها،وحيث ينبغى أن تكون الأهداف متناسبة مع إمكانات المؤسسة.

ب - أن تكون الأهداف قابلة للقياس: حيث يجب أن تصاغ الأهداف فى شكل رقمى يمكن معه معرفة مدى تنفيذ تلك الأهداف من خلال تحديد الفجوات بينها وبين الإنجازات الفعلية.

ج -المشاركة عند صياغة الأهداف، حيث لابد أن توضع الأهداف بطريقة جماعية بحيث يشترك فى إعدادها وصياغتها كل الأفراد العاملين بالمؤسسة،فمثلاً تحدد الإدارة العليا الخطوط العريضة للأهداف،كما يطلب من الأفراد العاملين بالمستويات الأخرى ضرورة تقديم مقترحاتهم عن الأهداف التفصيلية، وبيان أهم المشكلات المتوقع حدوثها أثناء التنفيذ حيث تدور المناقشات الجادة بين كل الأفراد للوصول إلى الصياغة النهائية للأهداف.

د - أن تكون الأهداف واضحة: بحيث تكون مصاغة بطريقة سهلة الفهم لكل الأفراد العاملين فى المؤسسة فى مختلف المستويات، ويفضل أن تكتب هذه الأهداف فى صياغة محددة واضحة وأن توزع على هؤلاء الأفراد حتى يتسنى لهم إنجازها بكفاءة.

٢- رسم السياسات الإدارية:

يمكن تعريف السياسات الإدارية بأنها مجموعة من المبادئ والمفاهيم التى توضع لكى تستهدى وتسترشد بها مختلف المستويات الإدارية عند

إتخاذها القرارات،وتشكل السياسات الإدارية إطارًا تمارس فى نطاقه الإدارة نشاطها،وتعتبر جوانب مرشدة عند إتخاذ الإدارة للقرارات، لمواجهة المشكلات ذات الطبيعة المتكررة.

وفى هذا الصدد فإنه يمكن القول إنه توجد فروق أساسية وجوهرية بين السياسة الإدارية وكل من الأهداف والقواعد والإجراءات،فبالنسبة للفرق بين السياسة الإدارية والأهداف فإننا نجد أن السياسة تعكس وتترجم الأهداف،فالهدف هو ما ينبغى الوصول إليه (الغاية أو النتائج المرجوة)،بينما السياسة الإدارية فهى طريق ومرشد للوصول إلى هذا الهدف،كما أن السياسة ليست هدفًا،إلا أنه يمكن إعتبار الهدف إلى حد ما سياسة، كما أن الهدف يتسم بالثبات النسبى والتغيير فيه يعرض المؤسسة للفشل،فى حين أن السياسة الإدارية يمكن تعديلها إذا تبين قصورها أو عدم جدواها فى العمل.

كما يوجد فرق بين السياسة الإدارية والقواعد[1]، فالسياسة الإدارية أكثر عمومية من القواعد،فبينما تعد السياسة الإدارية بمثابة مرشد للتفكير عند إتخاذ القرارات الإدارية، فإن المقصود بالقواعد إنها كل السلوك والتصرفات التى يجب القيام بها أو الإمتناع عنها،فالسياسة تتحكم فى الأعمال بطبيعتها فى حين أن القواعد تستمد قوتها من التهديد بتوقيع العقوبات على من يخالفونها، ويوجد أيضًا فروق بين السياسة الإدارية والإجراءات تعتبر على جانب كبير من الأهمية، فالإجراءات تعكس السياسات بوضوح، وتعتبر أسلوبًا عمليًا للخطوات الواجب إتباعها لأداء عمل معين،حيث تشير إلى الخطوات التفصيلية للأعمال التى يجب القيام بها،ووضع السياسات مرحلة أعلى من مرحلة وضع الإجراءات وبذلك توضع الإجراءات فى نطاق السياسات الموضوعة،

(1)د. محمود عساف، أصول الادارة ، القاهرة ، دار النشر العربى ، سنة ١٩٧٦، ص ٢١٢,

والسياسات السليمة ينبغى أن تدعم بالإجراءات السليمة حتى يمكن لكليهما أن يحققا هدف المؤسسة[1].

٣- الإجراءات :

توضح الإجراءات الخطوات التفصيلية للطريقة التى يتم بها تنفيذ الأعمال الروتينية المختلفة مقدمًا، وتسمى الإجراءات عرفًا بالروتين وهى ضرورية للقيام بأى عمل،خاصة تلك الأعمال ذات الطبيعة المتكررة والتى تتكون من عدة مراحل متتابعة، لذلك يمكن تعريف الإجراءات بأنها طريقة توضح سلفًا كيفية تنفيذ الأعمال الروتينية[2].

ولكى تحقق الإجراءات فعاليتها لابد أن تتبوفر فيها العديد من الشروط، نذكر منها ما يلى:

أ ـ لابد أن تكون الإجراءات بسيطة وسهلة وبعيدة عن التعقيد، بحيث لا تؤدى إلى تكرار العمل الواحد دون مبرر لذلك.

ب ـ أن تكون الإجراءات معلنة لجميع الأفراد بالمؤسسة حتى يتاح لهم التعرف على تفاصيلها ليتسنى لهم إنجاز ما يوكل إليهم من أعمال.

ج ـ يجب أن تعكس الإجراءات الأهداف المنشودة للمؤسسة،كما يجب أن تعكس أيضًا سياستها الإدراية وتعمل على تحقيقها، ويتطلب هذا الأمر بطبيعة الحال عدم التعارض بين الإجراءات وكل من الأهداف والسياسات الإدارية.

د ـ أن تكون الإجراءات قابلة للتطبيق،وعلى ذلك يجب على المخطط أن يضعها قبل التنفيذ

موضع التطبيق التجريبى حتى يتعرف على العقبات التى يمكن أن تواجهها بعد التنفيذ فيعمل على القضاء على تلك العقبات.

---

(١) د. كمال حمدى أبو الخير ، أصول الإدارة العلمية ، القاهرة ، مكتبة عين شمس، سنة١٩٧٤، ص ٣١٠ وما بعدها.

(٢) د. أحمد محمد غنيم ، أصول الإدارة ، مرجع سالف الذكر ، ص ٩٨ .

هـ ضرورة توافر عنصر المرونة فيها،الأمر الذى يتطلب ضرورة إعادة النظر فيها بصفة دورية للتأكد من إستمرار صلاحيتها ومسايرتها للأهداف والسياسات الإدارية المقررة.

٤- البرامج الزمنية :

تعتبر البرامج الزمنية خطط صغيرة محدودة مشتقة من الخطط العامة للمؤسسة،كما تعتبر وسيلة لربط العمليات المختلفة لتحقيق هدف معين،فيتم بإستخدامها تحديد العمليات المراد تنفيذها مع تحديد موعد البدء والإنتهاء من كل مرحلة من مراحل عملية معينة ثم تحديد تسلسل العمليات ليتم تحقيق التنسيق والتكامل بينها.

وعلى الرغم من أن البرنامج الزمنى هو كشف يحدد مواعيد البدء والإنتهاء من كل عملية معينة،إلا أنه جاء نتيجة السياسات التى رسمت والإجراءات التى حددت والموازنات التقديرية التى تقررت.

هذا ويلاحظ أن البرامج الزمنية قد تكون خاصة بإدارة معينة من إدارات المؤسسة، كما قد يكون البرنامج شاملاً لكل أعمال المؤسسة على حد سواء،وغالبًا ما يحدد البرنامج المسئولون عن تنفيذ كل مرحلة من مراحله، وتمثل مرحلة إعداد البرنامج الزمنى مرحلة فكرية سابقة لعمليات التنفيذ، ولذلك فإعداد هذا البرنامج يحتاج من معدية إلى مهارات فكرية خلاّقة وذلك لتحديد مناطق التداخل بين مراحله المتعددة ولعمل التنسيق بين كل برنامج وآخر.

٥- التنبؤ:

التنبؤ هو وضع إفتراضات أى تقديرات لما يحتمل أن تكون عليه الأحوال فى المستقبل،وبقدر ما تكون هذه التقديرات شاملة ودقيقة وتعتمد على الحقائق بقدر ما تصير قريبة من الواقع عندما يصبح المستقبل حاضرًا.

ويعتبر التنبؤ ركيزة أساسية لعمليات التخطيط[1]، حيث أنه لا يمكن وضع خطة دون أن يكون هناك تنبؤ بالمستقبل،والتنبؤ ضرورى لكافة المؤسسات على إختلاف أنشطتها وأنواعها،كما أنه يتضمن كافة مجالات العمل فى تلك المؤسسات،فالمؤسسات تحتاج بصفة عامة إلى التنبؤ بكمية الأعمال المتوقع حدوثها،كما أن عليها أن تقدر حجم الأموال التى تحتاج إليها لممارسة تلك الأعمال، وعليها أيضًا أن تقدر الأعداد اللازمة من الموظفين والعمال وكذلك الموارد المادية اللازمة لها كالآلات والمعدات.

وفى ضوء ما تقدم فإنه يمكن القول بأن التنبؤ يعد من العمليات الضرورية لنجاح التخطيط، فالتنبؤ يضع أمام المسئولين بالمؤسسة تصورًا عن حجم إحتياجاتها خلال الفترة المستقبلية مما يمكنهم من إتخاذ العديد من القرارات لتدبير هذه الإحتياجات خلال تلك الفترة،مع الأخذ فى الإعتبار ما يطرأ عليها من تغييرات داخل المؤسسة وفى البيئة المحيطة بها.

ويحتاج المخططون وهم بصدد التنبؤ بظاهرة ما إلى دراسة وتحليل الكثير من العوامل والمتغيرات البيئية كالتعرف على السياسات الحكومية وإتجاهات السكان وإتجاهات النشاط الإقتصادى،فضلا عن التعرف على المناخ العام للإستثمار وتحديد مدى التقدم والتطور التكنولوجى.

وتلجأ المؤسسات إلى إعداد تنبؤات لفترات قصيرة لا تزيد عن سنة أو متوسطة بين سنة وثلاث سنوات وطويلة الأجل أكثر من ثلاث سنوات.

ويوجد العديد من الأساليب التى يمكن إستخدامها فى التنبؤ، ويمكن تقسيم هذه الأساليب الى مجموعتين،تشمل المجموعة الأولى الأساليب الوصفية وهى تعتمد على الإستفادة من أراء وخبرات ذوى العلم والمعرفة فى مجال الظاهرة المطلوب التنبؤ بها،بينما تشمل المجموعة الثانية الأساليب الكمية والتى تعتمد على البيانات التاريخية المتوفرة عن الظاهرة فى إكتشاف نمط سلوكها والتنبؤ به فى المستقبل.

---

(١) د. على لطفى ، التخطيط الإقتصادى ، دراسة نظرية وتطبيقية ، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٧٩ ، ص٢٤ .

٦- الموازنات التخطيطية:

الموازنة عبارة عن كشف يشتمل على تقدير المطلوب عمله من كافة إحتياجات المؤسسة خلال فترة زمنية معينة. وعادة ما تعد الموازنة التخطيطية لمدة سنة،وتتكون الموازنة العامة من ثلاث موازنات متكاملة هى:

أ - الموازنة النقدية: وتحتوى على بيان بالتقديرات الخاصة بقيم المقبوضات والمدفوعات النقدية،والغرض من إعداد هذه الموازنة هو أن تتعرف المنظمة على حالة السيولة لديها أى تتعرف على مركزها النقدى أثناء فترات الخطة.

ب - الموازنة العينية: تحتوى هذه الموازنة على بيان بالتقديرات الكمية بالوحدات سواء للسلع أو الخدمات التى تتعامل فيها المؤسسة وتشمل أعداد العاملين التى تحتاجهم المؤسسة خلال فترة الخطة .

ج - الموازنة المالية: ويتم فى هذه الموازنة ترجمة الأرقام الواردة فى الموازنة العينية السابقة فى صورة قيم يعبر عنها بوحدات نقدية،وتعتبر الموازنة فى هذه الحالة أداة لتحقيق التوازن بين قيم الموارد والإستخدامات بالمؤسسة سواء كان يتعلق ذلك بالعمليات الجارية أو العمليات الرأسمالية الإستثمارية، وللموازنات التخطيطية أهمية كبرى لأسباب عديدة أهمها ما يلى:

- تعتبر الموازنات التخطيطية أداة من أدوات التخطيط نظرًا لأنها تترجم أهداف المؤسسة وسياستها فى صورة رقمية تعتبر ركيزة أساسية لسير العمل وإنتظامه.

- تعتبر الموازنة التخطيطية أداة من أدوات الرقابة،فهى تعتبر أداة لمتابعة نشاط المؤسسة لمعرفة مدى تقدمه ومدى مطابقته للخطط المرسومة.

● **مقومات نجاح التخطيط:**

حتى يحقق التخطيط أهدافه، فلابد أن يكون تخطيطًا جيدًا مبنى على أساس علمى سليم، وقد أجمع الكثير من كتاب الفكر الإدارى على وجود العديد من الشروط والعوامل التى تميز التخطيط الجيد، وتعد بمثابة دعائم أساسية يقوم عليها هذا التخطيط وتتمثل أهم هذه الشروط فى الآتى:

١ ـ أن يكون للخطة أهداف واضحة ومحددة بحيث يفهمها ويقتنع بها معظم العاملين،بحيث تتكاتف جميع الجهود وتسعى نحو تحقيقها بعد أن يعلنها المخطط ويشرحها لهم شرحًا وافيًا.

٢ ـ أن تتميز الخطة بالبساطة والسهولة والواقعية بحيث تكون مفهومة تمامًا لكل من يقوم بتنفيذها .

٣- ضرورة مراعاة الدقة عبر تجميع البيانات التى يتم إستخدامها فى إعداد التنبؤات التى تعتمد عليها الخطة، وكذلك بيانات إحتياجات المؤسسة من الموارد البشرية والمادية،بحيث تكون هذه البيانات حقيقية وصحيحة وغير متقادمة[١].

٤- على المخطط أن يستمع الى وجهات نظر الأفراد المتوقع أن يقوموا بالإشراف على تنفيذ الخطة لكى يتعرف على وجهات نظرهم فى الصعوبات المتوقع حدوثها إذا ما تم تنفيذ الخطة، وذلك حتى يتمكن من إتخاذ ما يلزم من إجراءات لمواجهة الصعوبات، فضلاً عن ضرورة إعطاء المرؤوسين الفرصة لتوجيه الأسئلة والتقدم بالمقترحات عن الأسلوب الأمثل لتنفيذ الخطة[٢].

---

(١) د. حازم الببلاوى ، دور الدولة فى الإقتصاد، مكتبة دار الشروق، سنة ١٩٩٩ ، ص ٧٣ .

(٢) د. نادر أحمد أبو شيخة ، إدارة الموارد البشرية ، دار صفاء للنشر والتوزيع-عمان، سنة ٢٠٠٠، ص ١٧٨ .

٥- يجب أن يوضع للخطة توقيت زمنى محكم وذلك بالنسبة لكل مرحلة من مراحل الخطة بصفة مستقلة،كما يجب الربط الزمنى بين كل مرحلة وأخرى من مراحل الخطة.

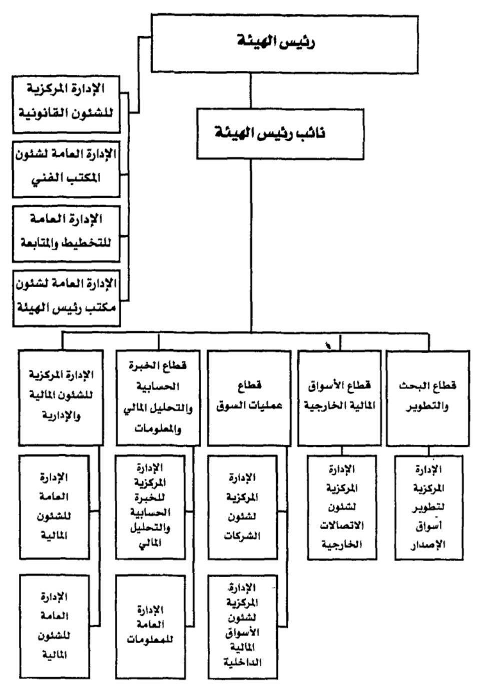
٦ - يجب تحقيق قدر من المرونة فى الخطة لمواجهة التغيرات المتوقعة، خاصة إذا كانت طويلة الأجل،حيث تزداد إحتمالات حدوث التغيرات فى البيئة سواء داخلية أو خارجية.

٧ - ضرورة الإستغلال الكفء للموارد والإمكانات المتاحة،والإستفادة من الطاقة القصوى حتى يمكن تحقيق الترشيد،ويصبح الفاقد عند أقل حد ممكن.

٨ - يجب متابعة الخطة أثناء تنفيذها،بحيث يتم تقييم النتائج التى تنجم عن كل مرحلة لمواجهة ما قد يوجد فيها من سلبيات قبل أن يستفحل أمرها.

مما تقدم يتضح لنا أن مهمة التخطيط ووضع السياسات فى البورصة لابد أن تكون منوطة بالهيئة العامة لسوق المال، فالهيئة تقوم بدورها بتحديد الأهداف التى تسعى إلى تحقيقها ورسم السياسات الإدارية ووضع الإجراءات والبرامج الزمنية اللازمة لتحقيق هذه الأهداف،والتنبؤ ووضع الإفتراضات لما يحتمل أن تكون عليه أسواق الأوراق المالية المصرية والعالمية فى المستقبل، والتكيف والإستعداد لمواجهة أى مخاطر أو طوارئ قد تهدد أداء البورصة فى المستقبل، وعمومًا رسم السياسة العامة لسوق الأوراق المالية والتى تسترشد بها إدارة البورصة عند إتخاذها القرارات المتعلقة بالبورصة.

مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال



المصدر: الهيئة العامة لسوق المال

وقد قامت الهيئة العامة لسوق المال مؤخراً بالعديد من الإجراءات لتطوير وتحديث سوق الأوراق المالية ووضعه على طريق العالمية، ونتناول أهم هذه الاجراءات فيما يلى:

١- تطوير دليل للرقابة على عمليات التداول بالبورصة:

تقوم الهيئة بالتعاون مع مشروع تنمية الأسواق المالية الأمريكى بتطوير دليلاً إرشاديًا للعاملين المناط بهم عملية مراقبة التداول بالبورصة، وذلك على غرار ما هو متبع بالجهات الرقابية بالدول المتقدمة ويتضمن الدليل ثلاثة أقسام رئيسية هى:

- مراجعة المؤشرات التحذيرية لعمليات التداول بالبورصة من خلال مراجعة تداول مجموعات كبيرة من أوامر البيع والشراء الكبيرة، وعمليات التداول التى تجرى بعيدًا عن السوق أو وجود حجم تداول غير مألوف أو حركة كبيرة فى سعر الورقة، وتأتى دراسة ومراجعة هذه العمليات للتأكد من صحة هذه العمليات من عدمه.

- إجراءات للتحقيق فى الإتجار بالمعلومات الداخلية ويتضمن ذلك إجراءات الإطلاع على التسلسل الزمنى للأحداث عند إجراء تحقيق حول عملية الإتجار بالمعلومات الداخلية،هذا بالإضافة إلى الأسئلة الخاص بالإستجوابات والتحقيقات

- إجراءات متابعة عمليات المضاربة على السوق والإجراءات التى تضمن كشف صور التلاعب بالسوق.

وسيساهم هذا الدليل بشكل كبير فى رفع كفاءة الدور الرقابى للهيئة على عمليات التداول بالسوق.

٢ - تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية:

قامت الهيئة بتطوير برنامج العلاقات النسبية بين بنود القوائم المالية المختلفة،وتطوير مؤشرات للتحليل المالى تساعد متخذ القرار، فضلا عن تطوير نظام آلى لتوفير بيانات عن الشركات التى تطرح أسهمها

للإكتتاب العام مع إتاحة قدر من البيانات والمعلومات للمتعاملين فى السوق من خلال موقع الهيئة على الإنترنت(١).

٣- تنمية مهارات العاملين بأسواق الأوراق المالية:

من خلال التدريب الداخلى والخارجى قامت الهيئة بوضع مجموعة من البرامج التدريبية للعاملين لتنمية مهاراتهم وأهمها هى برامج الوساطة المالية، وبرنامج الترويج وتغطية الإكتتاب بالتعاون مع الوكالة الامريكية للتنمية الدولية والأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية،وبرامج التحليل المالى ودراسة الجدوى،وبرامج الإدارة العامة للمعلومات،وبرامج تحليل الأوراق المالية بمعهد نيويورك للتمويل،فضلا عن المشاركة فى مجموعة ندوات عن التحكيم فى بعض المنازعات بمركز القاهرة الإقليمى للتحكيم التجارى الدولى.

٤- إعداد القواعد والإجراءات والنماذج الحاكمة لنشاط توريق الحقوق المالية:

صدر قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٦٩٧ لسنة ٢٠٠١ بإضافة نشاط توريق الحقوق المالية إلى أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية،ويقصد بنشاط التوريق تحويل قيمة الحقوق المالية غير القابلة للتداول والمضمون بأصول الى أوراق مالية قابلة للتداول، ويتم الإكتتاب فى هذه الأوراق عن طريق الطرح العام أو الخاص على أن يبين فى شروط الإصدار البيانات الكافية عن الممول وعلاقته بكل من الشركة المصدرة للأوراق المالية والمكتتب فيها،وقد إستحدث قانون التمويل العقارى فى مجال شراء العقارات آلية جديدة فى السوق المصرى، تساعد على تنمية الموارد اللازمة لمساندة نشاط التمويل العقارى، الذى يحتاج بحكم طبيعته الى مصادر تمويل طويلة الاجل لا تتوافر عادة فى البنوك سواء التجارية منها أو المتخصصة، وذلك من

---

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١ ، ص ١٨ وما بعدها.

خلال نوع حديث من الشركات التى تعمل فى مجال الأوراق المالية، بما يمكن من إعادة هيكلة الموارد المالية عن طريق تكوين محافظ من الأدوات والحقوق المالية وإصدار سندات فى مقابلها، وتخضع الشركة التى تباشر نشاط التوريق للأحكام الواردة فى القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وما تضعه الهيئة العامة لسوق المال من قواعد وأحكام وشروط أخرى تؤخذ فى الإعتبار، وعلى ذلك فالهيئة فى سبيلها للإضطلاع بهذا الدور وإعداد القواعد والإجراءات والنماذج الحاكمة لهذا النشاط الجديد.

٥- التعرف على آراء المشاركين فى سوق رأس المال بشأن قواعد القيد والشطب بالبورصة ودراستها تمهيداً لإصدارها :

بعد مراجعة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال لمشروع قواعد قيد وإستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتى الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، تم عرض هذا المشروع على مختلف الجهات المعنية لإستطلاع أراء المتخصصين،وبناء على ذلك فقد إقترحت الهيئة إجراء تعديلات لبعض فقرات اللائحة تمت دراستها بمعرفة المختصين بالبورصة،ويجرى حاليا صياغة المشروع النهائى بالتنسيق بين الهيئة والبورصة تمهيدًا لإقرارها من مجلس إدارة الهيئة.

٦ـ إعداد دراسة متكاملة عن القواعد والإجراءات التى تطبق على معاملات المطلعين على المعلومات والأسرار الداخلية للشركات:

أعدت الهيئة دراسة متكاملة عن الإتجار بالمعلومات بالنسبة للمطلعين على المعلومات الداخلية وأسرار الشركات، وذلك بهدف توضيح هذا المفهوم وتحديد أنواع المعاملات التى يمكن أن يقوم بها المطلعين على المعلومات الداخلية، ومدى قانونيتها وكذلك إسلوب تطوير الرقابة والمتابعة على عمليات المتاجرة بواسطة المطلعين على المعلومات الداخلية، وقد توصلت الدراسة إلى أن هذه المخالفة غالبًا ما تتم من جانب المطلعين على المعلومات الداخلية فى عمليات شراء أو بيع الأوراق

المالية للشركة المصدرة خلال فترة معينة، حيث يمتلك المستثمر خلال هذه الفترة معلومات جوهرية هامة غير معلنة للعامة تتعلق بهذه الأوراق المالية، يحتفظ بها أو يقوم بتسريب أو نشر هذه المعلومات بحيث يقوم السمسار المنفذ أو الذى إطلع على هذه المعلومات بخرق القواعد القانونية القائمة أو بالإستفادة من هذه المعلومات فى تحقيق مصالح معينة لشخصه أو لمن يتعامل معه، وتكون الحقيقة أو المعلومة غير عامة فى حالة عدم إتباع الإجراءات أو الخطوات اللازمة لنشرها بجميع أطراف السوق فى نفس الوقت، وقد أوصت الدراسة بفرض إجراءات رقابية على المطلعين على أسرار الشركة بإعداد قوائم بوظائف جميع المطلعين على أسرار الشركة والمصادر المعلوماتية الأخرى المتاحة، وإجراء مراجعة لجميع عمليات التداول، للبحث عن إحتمال وجود عمليات تثار عنها الشكوك، وعلى المحلل أو المراقب أن يقوم بملاحظة جميع العمليات التى يقوم بها أى من هؤلاء المقيدة أسمائهم بقائمة المطلعين على أسرار الشركة، وكذلك تلك العمليات المرتبطة بأى شكل من الأشكال بمعاملات مريبة مهما كبر حجمها أو صغر مع إعتبار أى عملية تداول تمت مباشرة قبل الإعلان عن أخبار أو حقائق جوهرية من قبل الشركة تدخل فى دائرة الشكوك(1).

٧- دعم شركات المتاجرة فى السندات :

وضعت الهيئة العامة لسوق المال عدة شروط يجب توافرها فى الشركات الراغبة فى ممارسة هذا النوع من النشاط منها ألا يقل رأسمالها عن عشرة ملايين جنيهًا مصريًا، وتوافر الخبرة الفنية اللازمة، إلى جانب مراقبة حسابات مثل هذه الشركات بواسطة مكاتب محاسبية ذات سمعة جيدة،وقد منحت الهيئة العامة لسوق المال ترخيصًا لشركتين بممارسة نشاط المتاجرة فى السندات، وهذا الإجراء من شأنه إنعاش

---

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١ .

سوق السندات والسماح بظهور صانع السوق فى هذا المجال، وإيجاد طلب جديد على السندات بما يعنى دعم هذا النوع من الإصدارات،ولشركات المتاجرة فى السندات دور مهم لتسويق السند وتوسيع قاعدة المستثمرين فى هذا المجال، وقد شهدت الأسواق المتطورة وجود شركات متخصصة لكل نوع من أنواع السندات المختلفة، ولكن مع محدودية سوق السندات المصرى فلا مانع من أن تتاجر الشركة فى جميع أنواع السندات، فضلا على أن وجود شركات المتاجرة سوف يشجع سوق السندات على التطوير المستمر، مع أهمية أن يكون لدى هذه الشركات رأس مال كبير يجعلها قادرة على إقتناء السندات والقدرة على المتاجرة فيها(1).

وما زالت السندات الحكومية هى الأكثر قبولاً من جانب المؤسسات، خاصة شركات التأمين والبنوك، حيث تبلغ إستثمارات هذه المؤسسات فى السندات الحكومية ٣٠٪ وهو ما يتطلب ضرورة وجود سوق للسندات غير الحكومية لتمويل المشروعات الكبرى، وهذه المشروعات تحتاج إلى تمويل طويل الأجل لا تستطيع البنوك تنفيذه لأن هيكل الإيداعات بالبنوك قصير الأجل بنسبة كبيرة، لذلك كان لابد من دعم شركات المتاجرة فى السندات لتمويل المشروعات الكبرى.

٨- إنشاء صندوق ضمان التسويات:

لتحقيق المزيد من كفاءة سوق رأس المال بدأ فى يناير ٢٠٠١ عمل صندوق ضمان التسويات، وذلك إنطلاقًا من سياسة تطوير الإطار القانونى لسوق رأس المال الذى يستهدف التطبيق الفعال للمعايير الدولية فى التعامل فى أسواق الأوراق المالية،وذلك من خلال إستحداث مجموعة من الأدوات والوسائل والنظم من شأنها وضع نظام للتعاملات التى تتم فى السوق بشكل يجمع بين الدقة والسرعة وضمان تنفيذ التسويات فى توقيتاتها المحددة وفق النظام الموضوع لتنفيذها.

---

(١) نهلة أبو العز، تاجر السندات أصل خبراء السوق ، الأهرام الإقتصادى ، البورصة المصرية عدد ١٦٠، ٥ يونية سنة ٢٠٠٠، ص١٦ .

ويشترك فى عضوية صندوق ضمان التسويات جميع شركات السمسرة المرخص لها بإتمام عمليات التسويات نيابة عن عملائها والمؤسسات الأخرى المرخص لها بعضوية نظام المقاصة والتسوية، ويستهدف الصندوق بصورة أساسية إلغاء المخاطر المترتبة على عدم التسويات النقدية وتسليم الأوراق المالية أو ما يحل محلها فى المواعيد المحددة من خلال ضمان تسلم بائع الأسهم مستحقاته النقدية وضمان تسلم مشترى الأسهم ما يفيد ملكيته للأسهم المشتراه، وذلك من خلال تغطيه الصندوق لهذه الحالات،ويلتزم جميع المشاركين فى الصندوق بفتح حسابات منفصلة لدى الصندوق يتم من خلالها سداد إسهاماتهم فى الصندوق، والتى يتم تحديدها بمراعاة المتوسط اليومى لحجم تعامل المشاركين فى الصندوق خلال ثلاثة أشهر سابقة، وبمراعاة عدد الأيام المحددة للتسوية،ومعامل مخاطره يحقق أهداف الصندوق فى إلغاء المخاطر المترتبة على عدم وفاء الأعضاء بإلتزاماتهم للتسوية خلال المواعيد المحددة[1].

ويكون على جميع الأعضاء فى بداية عمل الصندوق سداد ٥٠٪ نقدًا على الأقل من قيمة إسهماتهم، يمكنهم سدادها على أقساط خلال الأشهر الثلاثة الأولى من بداية عمل الصندوق، ويتولى كل عضو من أعضاء الصندوق سداد حصته خلال خمسة أيام عمل من تاريخ تسلمه إخطار بالمطالبة من إدارة الصندوق،ويعاد حساب حجم التأمين اللازم للصندوق كل ثلاثة أشهر، ويتم بناء على ذلك تعديل حصص إسهامات الأعضاء فى الصندوق، أما بالزيادة فيكونون مطالبين بسداد ما عليهم من مبالغ للصندوق أو أن يكون لهم الحق فى إسترداد ما لهم من أموال طرف الصندوق تزيد على حجم الإسهامات المطلوبة منهم.

---

(١) د. محمد البخشونجى، سوق المال، خطة لتطوير البورصة فى الألفية الجديدة، مرجع سالف الذكر، ص ٤٢ وما بعدها.

٩ ـ الإنتهاء من إعداد المسودة النهائية لمشروع قانون مزاولة مهنة المحاسبة:

يعتبر مشروع القانون المعروض والمعد من قبل نقابة التجاريين وجمعية المحاسبين والمراجعين المصرية بعد إدخال بعض التعديلات عليه طبقا لوجهة الجهاز المركزى للمحاسبات، والتى قامت الحكومة خلال سنة ٢٠٠١ بالإنتهاء من إعداد المسودة النهائية له، وتم طرحها للمناقشة العامة تمهيدًا لإتخاذ إجراءات إصداره من مجلس الشعب، يعتبر هذا القانون خطوة جيدة نحو تنظيم المهنة والإرتقاء بها،وقد تم مراجعة القانون من قبل المختصين فى الهيئة العامة لسوق المال التى أبدت عدة ملاحظات تقترح تضمينها للمشروع، وهى تتعلق بشروط ممارسة مهنة المحاسبة والمراجعة، كما سبق للهيئة أن إقترحت إستحداث مادتين من مواد العقوبات، وجارى دراسة هذه الملاحظات تمهيدًا لإتخاذ إجراءات إستصدار القانون.

١٠ ـ الإعداد لإصدار قرار بإنشاء صندوق حماية المستثمر:

تم الإنتهاء من إعداد مشروع قرار رئيس مجلس الوزراء الخاص بإنشاء صندوق حماية المستثمر على أن تتولى الهيئة الإشراف عليه وإصدار اللوائح الخاصة به،وتكون عضوية الصندوق لشركات السمسرة فى الأوراق المالية وشركات التعامل والوساطة والسمسرة فى السندات وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية وأمناء الحفظ، وقد تم تحديد المخاطر التى يغطيها الصندوق وهى:

- إفلاس العضو.
- خطأ العضو والذى يكون سببًا فى تعرض العميل لخسارة مالية.
- كل ما يراه الصندوق أن يدخل فى نطاق عمله.

كما حدد مشروع القرار كيفية تشكيل مجلس إدارة الصندوق واللجان المنبثقة منه، ومساهمة كل عضو من أعضاء الصندوق فى تمويله وإستخدامات هذه الأموال وسياسة استثمارها، ويتم مراقبة نشاط

الصندوق من خلال تقارير دورية تقدم لرئيس مجلس الوزراء والهيئة والأعضاء والجمهور وتتضمن هذه التقارير المراجعة السنوية الصادرة عن مكتب محاسبة مقبول لدى الهيئة، وأعطى مشروع القرار للعميل المتضرر الحق فى الطعن فى القرار الصادر من الصندوق خلال عشرة أيام من استلامه للقرار.

١١-اضطلاع الهيئة بدورها فى الإشراف والرقابة على المؤسسات ذاتية التنظيم:

تولى الهيئة إهتماما خاصا بالرقابة والإشراف على المؤسسات الرئيسية التى تسهل عملية تداول الإستثمارات بسوق رأس المال خاصة بورصة الأوراق المالية وشركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى،وذلك للتأكد من إتمام صفقات التداول بالكفاءة والسرعة المطلوبة، وكذلك اتمام عمليات التسوية والحفظ فى المواعيد المقررة بما يوفر الثقة والإطمئنان لكافة المتعاملين بالسوق،كما تهتم الهيئة بتفعيل دور المؤسسات ذاتية التنظيم حتى تساهم فى توجيه وتطوير ممارسات الشركات العاملة فى سوق رأس المال، خاصة الجمعية المصرية للأوراق المالية والجمعية المصرية لإدارة الإستثمار وجمعية السماسرة.

١٢- التخطيط لتنمية العلاقات مع الأسواق والمؤسسات الإقليمية والدولية:

فى ظل تزايد الإتجاه نحو تحرير أسواق رأس المال العالمية والتدفق المستمر لرؤوس الأموال عبر الحدود، تتعاظم أهمية التعاون الدولى للتوصل إلى معايير عالمية موحدة للتطبيقات والقواعد والإجراءات المتبعة فى أسواق رأس المال المختلفة، وكذلك تسهيل تدفق المعلومات بين الدول وبعضها، وبما يكفل توفير الحماية الملائمة للإستثمارات الدولية وكذلك الرقابة الفعالة على التعاملات فى الأسواق، ومن ناحية أخرى تهدف الهيئة من خلال التعاون الدولى والإقليمى إلى التعريف الجيد ونشر المعلومات الصحيحة عن السوق المصرى بحيث يوفر مناخ

من الثقة فى السوق المصرى كسوق واعدة وجاذبة للإستثمارات الدولية والإقليمية وبما يؤدى لتبوأ السوق المصرى المكانة الملائمة على الصعيدين الدولى والإقليمى، ومن أهم أمثلة التعاون الدولى، الإعداد والتخطيط لبرنامج تقييم النظام المالى فى مصر، والذى سيتم من خلال لجنة مشتركة بالتعاون مع البنك الدولى وصندوق النقد الدولى، وتوقيع الهيئة مع شركة الفايننشيال تايمز/ بورصة لندن، عقدًا لتصميم ومراجعة ونشر مؤشر سوق المال فى أواخر عام ٢٠٠٠ ويجرى حاليا متابعة الأعمال التى إلتزمت الشركة بتنفيذها فى مواعيدها المقررة حسب الإتفاق.

١٣- التعاون مع المشروع الأمريكى والمشروع الإنجليزى:

عقدت الهيئة إتفاقيات للتعاون الثنائى مع عدة مصادر تمويل مختلفة يتم متابعة تنفيذ برامجها حسب جداولها الزمنية، كما هو الحال بالنسبة للمشروع الأمريكى لتنمية الأسواق المالية والذى حقق بالتعاون مع الهيئة الأنشطة الخمسة الرئيسية للخطة الموضوعة على النحو التالى:

- التطوير والتدريب.
- تكنولوجيا المعلومات.
- النشاط القانونى والتشريعات.
- الأدوات المالية الجديدة.
- الإعلام وإكتساب ثقة الجمهور وتدريب الصحفيين.

كذلك الحال بالنسبة لبرنامج المعونة الإنجليزية الذى قدم معلومات وفيرة عن الخبرة الإنجليزية فى عدة مجالات مثل،التوريق،الراقبة على صناديق الإستثمار الخاصة، الرقابة على المقاصة، إدارة الشركات، السندات المرهونة بأصول،وأتاح الفرصة لزيارة عدد من الخبراء البريطانيين للقاهرة وتقديم تقارير عن الإشراف والرقابة، والمنظمات

ذاتية التنظيم ،كما تم إعداد دراسات تفصيلية عن صناديق الإستثمار حيث تم إعداد تقرير عن أهم أنواع صناديق الإستثمار الجديدة التى يمكن تقديمها للسوق المصرى، وإعداد أدلة عمل للتفتيش والرقابة والمتابعة لمديرى صناديق الإستثمار ولقطاع الخبرة الحسابية بالنسبة للتقارير المالية الخاصة بالصناديق،وأخيرًا تنفيذ برنامج تدريبى للعاملين بالهيئة بالنسبة لممارسات صناديق الإستثمار.

١٤- التخطيط للتعاون العربى فى إطار إتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية:

أ- البورصة العربية الموحدة :

إنطلاقا من حرص الهيئة على تحقيق التكامل الإقتصادى العربى تبنت الهيئة مشروع إنشاء البورصة العربية الموحدة لتكون نواة لقيام كيان مالى عربى،حيث تقدم رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصرية بمشروع إنشاء البورصة العربية وعرض هذا الإقتراح على الإتحاد فى دورته الحادية والعشرون فى يناير ٢٠٠١ بأبوظبى،وتم إعداد مذكرة حول الإطار التشريعى والتنظيمى والآليات الفنية والضوابط والمعايير الخاصة بالأوراق المالية المعروضة بهذه البورصة،وتمت الموافقة بعد ذلك على إنشاء البورصة العربية وتم تشكيل لجنة لدراسة النواحى الفنية لتنفيذ المشروع والتى إنتهت من تقديم مشروع قرار إنشاء البورصة العربية، حيث يتم حاليا إستكمال الخطوات التنفيذية لإنشاء البورصة العربية الموحدة .

ب- الشبكة العربية للأسواق المالية:

فيما تعد مرحلة جديدة من مراحل العمل الإقتصادى العربى المشترك، جارى حاليا تطوير الشبكة العربية للأسواق المالية والتى تهدف إلى فتح الأسواق المالية العربية على بعضها البعض، وتوفير البيانات والمعلومات من عمليات التداول اللحظية فى البورصات العربية، والإفصاح عن الشركات المدرجة فى الأسواق العربية، وأخبار الأسواق

والأخبار الإقتصادية والتحليلات المالية الأخرى، وكذلك تقديم خدمات التراسل بين شركات المقاصة والإيداع فى البورصات المشتركة ونقل الأوراق والطلبات بين الوسطاء من خلال الشبكة،وتقوم الهيئة بتوفير المعلومات والبيانات عن السوق المصرى لعرضها من خلال هذه الشبكة.

١٥- التخطيط لتدعيم دور المؤسسات المالية غير المصرفية:

تبدى الهيئة إهتماما خاصا بتعزيز دور المستثمر المؤسسى فى سوق الأوراق المالية، وذلك بسبب سيطرة تعاملات المستثمرين الأفراد (وغالبيتهم من غير المحترفين) على عمليات التداول فى البورصة، حيث يمثل تعاملهم حوالى ٧٠٪ من جملة التعامل المحلى على حين تبلغ تعاملات المؤسسات حوالى ٣٠٪ فى المتوسط، فى حين يتسم التعامل فى معظم أسواق الأوراق المالية المتقدمة والصاعدة بإرتفاع نسبة الإستثمار المؤسسى فيها حيث تمثل حوالى ٦٠٪ فى المتوسط بينما تمثل إستثمارات الافراد فيها حوالى ٤٠٪ فى المتوسط.

وقد قامت الهيئة خلال عام ٢٠٠١ بإعداد العديد من الدراسات والبرامج لتعزيز دور المستثمر المؤسسى وإنتهت فيها إلى التوصيات الآتية :

- زيادة الإهتمام بتعميق دور المستثمر المؤسسى وخاصة المؤسسات المالية غير المصرفية وصناديق معاشات القطاع الحكومى وقطاع الأعمال الخاص والصناديق الخاصة، بشرط أن يتم تكوين المحافظ من مزيج من الأسهم والسندات بنسب تساعد على إستعادة ثقة المؤسسات وتحجيم المخاطر فى المراحل الأولى، مع مراعاة البعد عن الإستثمار فى أسهم المضاربة والتركيز على الأسهم القائدة.
- أن يتولى إدارة أموال هذه المؤسسات شركات خاصة محترفة فى إدارة محافظ الأوراق المالية على أن يشارك فى تأسيس هذه الشركات مع القطاع الخاص المؤسسات المالكة للأصول التى ستتاح للاستثمار، وأن يشارك مديرو المحافظ بنسبة معينة فى رأس المال لضمان الإهتمام بحسن الإدارة وتعظيم العائد.

- أن يتم تشكيل لجنة من الخبراء للإشراف والمتابعة لمحافظ الأوراق المالية للمؤسسات، مع عدم تدخل اللجنة فى عمل مديرى المحافظ بل تتابع أدائهم، وتتأكد من الإلتزام بالضوابط والشروط الموضوعة للسياسات الإستثمارية للمحافظ.

وتتبقى لإتمام العملية الإدارية على الوجه الأمثل بعد تحديد الأهداف والتخطيط ووضع السياسات لتحقيق هذه الأهداف، تتبقى حرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه وهو ما سنفرد له المبحث الثالث من هذا الفصل.

المبحث الثالث
حرية اتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه

اتخاذ القرار هو أهم محرك لبورصة الأوراق المالية،كما هو الشأن بالنسبة لجميع المؤسسات والهيئات الإقتصادية الأخرى،وفى هذا المبحث نتناول فى شقه الأول تعريف عملية إتخاذ القرار وخطوات هذه العملية، وأنواع القرارات بصفة عامة،ثم فى الشق الثانى نتناول حرية إتخاذ القرار فى البورصة وضرورة تحمل نتائجه.

البند الأول: ماهية إتخاذ القرار

١- تعريف عملية إتخاذ القرار:

هى إستخدام بعض المعايير الموضوعية لإختيار بديل ما، من بين بديلين محتملين أو أكثر، كما تمثل عملية إتخاذ القرار جوهر ولب عملية الإدارة[١]، فلا يمكن تصور قيام المدير بأى وظيفة من وظائف الإدارة دون إتخاذه للعديد من القرارات الإدارية.

ونجاح المدير فى إتخاذ القرارات يتوقف على الكفاءة فى صنع القرار، وفى هذا الصدد فإن الأمر يتطلب ضرورة التفرقة بين كل من مضمون صنع القرار، وإتخاذ القرار، حيث يقصد بصنع القرار مختلف المراحل التى يمر بها القرار بدءًا من تحديد المشكلة وإنتهاءً بتحديد أفضل

---

(١) د. أحمد على جبر، السلوك التنظيمى، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٥، ص ٣٥٣ ومابعدها.

الحلول لتلك المشكلة،ويمثل ذلك موضوع القرار، بينما يقصد باتخاذ القرار،المرحلة الأخيرة، تلك التى تتعلق بإختيار أحد البدائل المتاحة لحل المشاكل(١)، وعلى ذلك فإن الأمر يتطلب ضرورة التفرقة بين مصطلحين أساسيين مرتبطين بعمليتى صنع وإتخاذ القرار ويتمثل هذان المصطلحان فيما يلى:

أ ـ صناع القــرارات: وهم الأشخاص الذين يقومون بتجميع وتحليل كافة البيانات والمعلومات المختلفة وإستخلاص المؤشرات والحقائق المختلفة منها، ومن خلال ذلك يمكنهم الوصول إلى مشروع قرار أو توصية بالقرار المطلوب إتخاذه.

ب-متخذو القرارات: وهم الأشخاص الذين يكون بيديهم سلطة إتخاذ القرار ويكونوا بالتالى مسئولين عن مدى سلامته أمام العامة والخاصة.

٢- أنواع القرارات :

تتعدد أنواع القرارات التى يتخذها المديرون،ويمكن تصنيف هذه القرارات إلى ثلاثة مجموعات على النحو التالى:

أ- أنواع القرارات وفقًا لوظائف الإدارة :

ترتبط القرارات بالوظائف الادارية التى يمارسها المديرون بحيث يمكن التمييز بين الأنواع التالية من القرارات:

- القرارات الخاصة بوظيفة التخطيط: تتعدد القرارات الخاصة بعمليات التخطيط ومن أهمها القرارات الخاصة بالأهداف،والسياسات،والقواعد،والإجراءات،والبرامج الزمنية اللازمة لسير العمل ـ وغير ذلك من القرارات التخطيطية .

- القرارات الخاصة بوظيفة التنظيم: ومن أهمها القرارات الخاصة بتحديد شكل الهيكل التنظيمى وطرق وأسس التنظيم المختلفة، وبيان نوع الأنماط السائدة فى هذا الهيكل، ... وغير ذلك من القرارات التنظيمية.

---

(١) د. أحمد محمد غنيم ، أصول الادارة ، جامعة المنصورة ، مكتبة كلية التجارة، سنة ١٩٩٦، ص ١٣٤ .

- **القرارات الخاصة بوظيفة التوجيه:** مثل القرارات الخاصة بإرشاد المرؤسين فى تنفيذ الأعمال الموكولة إليهم، وتحديد أنواع وشكل الاتصالات ووسائلها المختلفة وكيفية رفع الروح المعنوية عند المرؤسين ... وغير ذلك من القرارات الخاصة بوظيفة التوجيه.

- **القرارات الخاصة بوظيفة الرقابة:** مثل القرارات الخاصة بتحديد المعايير أو المقاييس الرقابية،وقياس النتائج أو تصحيح الإنحرافات، وكذلك تحديد أدوات الرقابة وأساليبها المختلفة ... وغير ذلك من القرارات الرقابية.

ب ـ أنواع القرارات وفقًا للشكل :

ومن حيث الشكل فإنه يمكن التمييز بين الأنواع التالية من القرارات:

- **القرارات الأساسية والقرارات الروتينية:** تتمثل القرارات الأساسية فى القرارات الإستراتيجية وهى قرارات غير متكررة أو تتكرر بعد فترات متباعدة ترتبط بالأجل الطويل وتهتم بمعالجة المشكلات المعقدة، أما القرارات الروتينية فهى تواجه المواقف المتكررة ولا تحتاج إلى تفكير طويل مثل قرار تحديد صرف العلاوة الدورية.

- **القرارات الصريحة والقرارت الضمنية:** القرار الصريح هو الذى يتم الإفصاح عنه بطريقة واضحة فى المؤسسة بينما القرار الضمنى هو قرار محسوس ومدرك وإن لم يصرح به،مثل أن يستفاد من مسلك مدير معين فى شغل الوظائف الشاغرة بالترقية من الداخل، فيعتبر ذلك سياسة ضمنية فى التوظيف.

- **القرارات المكتوبة والقرارات الشفوية:** يصدر القرار الأول فى صورة مكتوبة بينما يعتمد النوع الثانى من القرارات على الكلمة المنطوقة وليست المكتوبة، ويمكن للقرار الشفوى أن يكون صريحًا أو ضمنيًا.

ج-أنواع القرارات وفقًا لوظائف الوحدة أو المؤسسة:

يتخذ المديرون الكثير من القرارات المتعلقة بالوظائف الأساسية للمؤسسة حيث يمكن التمييز بين الأنواع التالية من القرارات:

- **القرارات الخاصة بوظيفة التمويل**: مثل القرارات بتحديد الهيكل المالى ومقدار رأس المال، ومصادر الحصول على الأموال وشروط الإئتمان، وأسس توزيع الأرباح.
- **القرارات الخاصة بوظيفة الإنتاج**: مثل نوع التكنولوجيا المستخدمة، وسياسات الإنتاج ومواقع فروع المؤسسة.
- **القرارات الخاصة بوظيفة شئون العاملين**: مثل القرارات الخاصة بتحديد مصادر الحصول على القوة العاملة،وسياسات الإختيار، والتدريب،والتعيين،والحوافز، والترقيات... وغير ذلك من القرارات الخاصة بوظيفة شئون العاملين.

٣- خطوات عملية إتخاذ القرارات:

لما كانت عملية إتخاذ القرارات هى عملية الاختيار بين أساليب العمل البديلة[1]، وحيث يجب إتباع الأسلوب العلمى فى إتخاذ القرارات حتى تصبح القرارات المتخذة فعالة ورشيدة،ولتحقيق ذلك فإن الأمر يتطلب ضرورة إتباع الخطوات التالية:

أ- تشخيص المشكلة: تتعلق هذه الخطوة بالتعرف على حقيقة المشكلة التى يواجهها متخذ القرار، وهل هى مشكلة ذات صبغة حيوية تتعلق بشئون التخطيط مثلاً أو برسم السياسات الإدارية أم مشكلة روتينية تتصل بالعمل اليومى،وعلى متخذ القرار أن يجرى لقاءات مع المتخصصين بالمؤسسة ذوى الصلة بهذه المشكلة،كى يتمكن من وضع يده على حقيقتها وتشخيصها تشخيصًا سليمًا.

ب- تحديد البيانات والمعلومات اللازمة وتحليلها: وتتعلق هذه الخطوة بتحديد قدر مناسب من البيانات والمعلومات والحقائق عن الحالة المعروضة وما يرتبط بها من ملابسات،ويلاحظ فى هذا الصدد أن

---

(١) د. أحمد على جبر ، السلوك التنظيمى، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٥، ص ٣٥٣ وما بعدها.

البيانات تختلف من مشكلة لأخرى، الأمر الذى يتطلب ضرورة توفير البيانات لكل مشكلة على حدة، فضلا عن ضرورة مراجعة هذه البيانات والمعلومات للتأكد من عدم وجود تعارض بينها وأيضا التأكد من إرتباطها بالمشكلة،ثم بعد ذلك تستخلص منها النتائج التى تدل عليها.

ج- **تحديد الحلول البديلة واختيار أفضلها:** من خصائص المشكلة ان تتعدد وتختلف الآراء الخاصة بعلاجها،لهذا فإنه قد توجد للمشلكة الواحدة أكثر من حل،ويمثل كل حل بديل، على متخذ القرار أن يسعى إلى تحديده تحديدًا واضحًا،كما أن عليه أن يستخدم الكثير من الأساليب العلمية التى تمكنه من إكتشاف هذه البدائل وتنميتها، كأساليب بحوث العمليات والدراسات العلمية،وعلى متخذ القرار فى هذه المرحلة أن يقوم بتحديد المزايا والعيوب الخاصة بكل بديل على حده،ثم عليه أن يقارن ويفاضل بين هذه البدائل، ويفضل فى ضوء تلك المقارنة البديل الذى يحقق منافع أكثر للمؤسسة .

د- **تنفيذ ومتابعة القرار:** لابد من وضع القرار موضع التنفيذ بإبلاغه للمعنيين بأمره حتى يحاط الجميع به علمًا وليلتزم كل منهم بمضمونه فور صدوره، كما تتطلب هذه المرحلة شرح وتفسير القرار للقائمين بتنفيذه وتتطلب أيضًا ضرورة المتابعة المستمرة للقرار من خلال المقارنة بين النتائج الفعلية للقرار والغايات المستهدفة منه بغية التعرف على نواحى النقص والضعف فى القرار للعمل على تعديله بما يتلائم مع تحقيق أكبر قدر ممكن من الكفاءة فى العمل[1].

٤- ظاهرة التردد فى إتخاذ القرار:

تعتبر هذه الظاهرة من أخطر الظواهر التى يواجهها متخذوا القرارات بالمؤسسات المختلفة،وتعنى هذه الظاهرة عدم إستخدام من لهم سلطة

(١) د. أحمد محمد غنيم ، أصول الإدارة ، مرجع سالف الذكر ، ص ١٣١ .

إتخاذ القرار هذه السلطة فى الأغراض التى وجدت من أجلها،حيث يرجئون البت فى حل المشكلات أو يتهربون من مواجهتها،مما يؤدى إلى تزايد وتضاعف أضرار هذه المشكلات(١)، وتوجد العديد من الأسباب التى تؤدى إلى وجود هذه الظاهرة منها :

- عدم توفير المعلومات الكافية عن الموقف أمام متخذ القرار.

- تعارض المعلومات المتوفرة عن الموقف أمام متخذ القرار.

- عدم ثقة بعض متخذى القرار فى مصادر المعلومات المتوفرة.

- خوف بعض متخذى القرار من تحمل مسئولية الفشل إذا تم إتخاذ قرار خطأ.

- نقص تدريب بعض متخذى القرار على عملية إتخاذ القرار.

- عدم وضوح نصوص القوانين واللوائح التى تحكم إتخاذ القرارات فضلا عن كثرة التعليمات بدرجة تجعل متخذ القرار يتردد فى إتخاذ القرار.

- عدم وضوح إختصاصات متخذ القرار.

- زيادة الضغوط من جانب الرؤساء أو الرأى العام على بعض متخذى القرار.

- أهمية القرار بدرجة كبيرة وتحريكه للأحداث.

- عدم مساهمة البدائل المطروحة للعمل فى تحقيق الأهداف التى يسعى إلى تحقيقها متخذ القرار.

---

(١) د. أحمد محمد غنيم : أثر العوامل المؤثرة فى المستوى الإدارى بالمنظمات الصناعية فى تحديد الأهمية النسبية للعوامل المؤثرة على تردد المديرين فى إتخاذ القرارات، المجلة المصرية للدراسات التجارية ، جامعة المنصورة ، كلية التجارة ، المجلد الثانى عشر، العدد الخامس، سنة ١٩٨٨، ص ٢٠ وما بعدها.

البند الثانى : حرية إتخاذ القرار فى البورصة وضرورة تحمل نتائجه:

لاتخاذ القرار فى البورصة أهمية كبرى،مثله مثل إتخاذ القرارات فى باقى الهيئات الإقتصادية الحيوية، قد يؤدى إلى التأثير المباشر على التنمية الإقتصادية بالسلب أو الإيجاب حسب أهمية القرار وتوقيته وتنفيذه وحسب صحته أو خطأه.

وكما إتضح لنا فى البند السابق فإن متخذ القرار قد يتردد فى إتخاذ القرار لأسباب عديدة ومتنوعة، وهو الأمر المرفوض تمامًا خصوصًا مع مرفق حيوى كسوق الأوراق المالية الذى يتأثر بالقرارات الإدارية بدرجة سريعة وكبيرة، كما يتأثر بالتوقيت أكثر من أى مرفق آخر،وبالتالى فتأخر إتخاذ القرار لحظات قد يكون له آثار سلبية كبيرة على سوق الأوراق المالية ككل، وبالتالى يجب أن تكون هناك مساحة كبيرة من حرية إتخاذ القرار لمسئولى هذا السوق حتى تتحقق المرونة والإنضباط فى نفس الوقت،ومع هذه الحرية وبالتلازم تكون هناك مسئولية تحمل نتائج القرارات، ولتحقيق ذلك يجب توفير المناخ الملائم الذى يساعد متخذ القرار على إصدار القرار الملائم فى التوقيت المناسب، ويتوافر ذلك بتحقيق الآتى:

أولا: وضوح إختصاصات متخذ القرار وذلك عن طريق إعادة صياغة العلاقة بين الهيئة العامة لسوق المال وبورصة الأوراق المالية حتى يكون لكل عمل ونشاط فى البورصة مرجع واحد محدد ومعروف قانونًا، وبالتالى يكون المتعامل فى سوق الأوراق المالية على دراية تامة عن جهات إتخاذ القرار،وتحديد دور كل منهما بحيث تكون الرقابة المباشرة فى يد الهيئة العامة لسوق المال وتتحول البورصة بالفعل إلى سوق يديره ويأخذ القرارات الأساسية فيه مجلس إدارة البورصة ويختص بالمبادرة بوضع القواعد التى تحكم أعمال البورصة وهى ثلاث قواعد أساسية: قواعد العضوية وقواعد التداول وقواعد القيد والشطب، وذلك تحت إشراف ورقابة الهيئة العامة

لسوق المال، بعد تأكيد مبدأ إستقلالها بما لها من خصوصية وطبيعة خاصة تتطلب أن يكون لها طبيعة قانونية مختلفة عن الهيئات العامة المعروفة فى القانون[1].

ثانيـــا: ضرورة وجود إدارة متخصصة تكون مهمتها الأساسية إمداد متخذوا القرار بالمعلومات الكافية واللازمة لإتخاذ القرار فى الوقت المناسب، وقد تم إنشاء عدة إدارات حديثة بالبورصة، منها إدارة الإفصاح للإضطلاع بهذا الدور فضلاً عن توفير المعلومات للمستثمرين والمتعاملين فى سوق الأوراق المالية.

ثالثـا: ضرورة التحديد الواضح لنصوص القوانين واللوائح التى تحكم إتخاذ القرارات فى سوق الأوراق المالية بحيث لا يكون لها أكثر من تفسير وقد تم بالفعل الإنتهاء من إعداد مشروع تعديل قانون سوق الأوراق المالية، وفى إنتظار عرضه على مجلس الشعب ليكون القانون الموحد الذى يحكم سوق الأوراق المالية ويسد الثغرات التى ظهرت أثناء تطبيق القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

رابعـــا: إعداد دورات تدريبية فى مراكز التدريب المتخصصة لمتخذى القرارات والعاملين فى البورصة، وذلك لتنمية مهاراتهم على عملية إتخاذ القرار ووضعه موضع التنفيذ.

خـامسـا: ضرورة الإستعانة بخبراء البورصات العالمية فى تطوير أداء بورصة الأوراق المالية والقائمين عليها والعاملين بها بما يتماشى مع التطور فى البورصات العالمية، وبما يتلائم فى نفس الوقت مع البورصة المصرية والمناخ الإقتصادى الموجودة فيه، بحيث يستفيد متخذى القرار بخبرات الخبراء الواسعة فى هذا المجال والذى غاب عن مصر لسنوات طويلة منذ قرارات التأميم وحتى العقد الماضى.

---

(١) د. زياد بهاء الدين، مؤتمر مستقبل الاقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، الجمعية المصرية للأوراق المالية بالتعاون مع وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، الاربعاء ٢٠٠٠/١٠/٢٤ (منشور بجريدة أخبار المال والاقتصاد ، العدد السابع ص ١٨٥ وما بعدها).

سادسا: إتجاه العالم لمفهوم الإدارة الرشيدة والرقابة الذاتية داخل الوحدات الإقتصادية بما يزيد من مرونة الإقتصاديات المختلفة فى التعامل مع المتغيرات التى تطرأ على بنية السوق الداخلية والخارجية والظروف المختلفة، يجعلنا فى مصر حريصين على مواكبة التطور وبالتالى ضرورة الإستفادة من التجارب العالمية فى مجال تطبيق سياسات الإدارة الرشيدة والنظر إلى كيفية الإستفادة منها[١]، ونقل ما يكون ملائمًا لنا خصوصًا وأن البورصات العالمية تسبق البورصة المصرية بمراحل تطور عديدة خصوصًا فى مجال الإدارة.

سابعا: إنشاء وحدة خاصة بالهيئة العامة لسوق المال وبالبورصة لمتابعة إقتراحات المستثمرين، تتولى فحص ودراسة كل إقتراح على حدة وإتخاذ التصرف الأمثل فى كل حالة، يجعل القرارات الصادرة من مسئولى إتخاذ القرار بالبورصة ليس بعيدًا عن الواقع خصوصًا والمستثمر هو هدف البورصة وأحد أهم عناصر سوق الأوراق المالية.

ثامنا: الإهتمام بتشجيع المنظمات والهيئات ذاتية التنظيم والإدارة فى تطوير سوق الأوراق المالية، وهى تنظيم يشمل مجموعة من الأعضاء فى سوق الأوراق المالية تتولى تنظيم النشاط المهنى لأعضاء هذه الصناعة،ويكون لديهم الحافز لمراقبة بعضهم البعض حفاظًا على كفاءة السوق،وتقوم هذه المنظمات بوضع القواعد المنظمة لتعامل أعضائها فى الأوراق المالية من حيث إجراءات القيد والتعامل،ومراقبة السوق،وقواعد التداول، والمقاصة والتسوية والإفصاح[٢].

---

(١) د. محمد تيمور ، مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى ، العدد السابع ، يناير سنة ٢٠٠٢، ص ١٨١ .

(٢) برنامج وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية لعام ٢٠٠١، ص ٤٣، المصدر (وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية).

تاسعاً: إدخال التكنولوجيا الحديثة فى مجال أعمال بورصة الأوراق المالية، ونظم المعلومات ودعم إتخاذ القرار فى الهيئة العامة لسوق المال، بما يسهل من دورها فى الرقابة على السوق،وتدريب الكوادر اللازمة لتشغيل وصيانة هذه التكنولوجيات.

عاشراً: ضرورة تطوير طريقة إتخاذ القرار حيث لم تعد الطريقة المثلى مقتصرة على أسلوب الإدارة المباشرة فقط وإنما أصبحت تعتمد أيضًا على التفاعل مع العوامل الخارجية والتأقلم عليها،مع ضرورة تفعيل العنصر البشرى على هذا التطور وتطبيقه بطريقة صحيحة فقوة الوحدة الإقتصادية أصبحت تكمن فى قدرتها على القراءة السريعة للمتغيرات الخارجية المحيطة بها، والتأقلم عليها بسرعة كافية وترجمة ذلك إلى قرارات وخطوات جديدة، وهو ما يتضح خلال فترات الأزمات بصفة خاصة(1)، حيث تستلزم وجود قرار صحيح وسريع فى نفس الوقت.

وأخيرًا لابد أن تتحول سياسة الإدارة الرشيدة إلى ثقافة وفكر فى المجتمع(2)، لأن إتخاذ القرار الإدارى الصحيح والسريع فى نفس الوقت يتطلب توافر أشياء كثيرة لدى متخذ هذا القرار، منها العلم والمعرفة والشجاعة والخبرة والكفاءة والأمانة وتغليب المصلحة العامة عن المصلحة الشخصية، ومع كل ذلك وقبله يجب أن تساند الإدارة ثقافة واسعة لدى المجتمع نفسه تتفهم وتدرك الأهداف الإقتصادية والسياسية والإجتماعية للدولة، وتستطيع أن تستوعب وتقدر مسئولية متخذ القرار،كما تستطيع ممارسة الرقابة عليه،ومتخذ القرار يجب أن يعلم أنه

---

(1) د. يوسف بطرس غالى، مؤتمر مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة، تحت رعاية وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، ٢٤/١٠/٢٠٠١، منشور فى أخبار المال والإقتصاد ، السنة الأولى ، العدد السابع ص ١٨١ .

(2) د. سامح الترجمان ، مؤتمر مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، مرجع سالف الذكر، ص ١٨٩ .

مسئول عن تحمل نتائج هذا القرار ليس أمام المعنيين بهذا القرار فقط أو أمام رؤسائه ولكن أمام الرأى العام،وعليه أن يحاسب نفسه قبل محاسبة المجتمع له، ومفهوم المساءلة له أهمية عملية كبيرة تظهر فى السعى إلى تعزيز وتحقيق الكفاءة والفاعلية والجودة،وبيان ذلك أن الإدارة العامة تهدف إلى تطبيق كفء وفعال للسياسات العامة وآلية تحقيق ذلك هى المساءلة،من هنا فإن مفهوم المساءلة يرتبط بتحقيق الكفاءة والفاعلية، ويقصد بالكفاءة القدرة على إنجاز المهام المطلوبة أو تحقيق الأهداف الموضوعة، أما الفاعلية فتعنى إختيار الوسائل الملائمة لتحقيق الأهداف الموضوعة، ومن ناحية أخرى فإن إستقراء التاريخ الإدارى يثبت أنه كلما ضعفت الرقابة كلما إزدادت مظاهر سوء إستخدام السلطة[1].

فتحمل نتائج إتخاذ القرار هو الشق الثانى والأساسى المكمل للشق الأول المتمثل فى حرية إتخاذ هذا القرار،والمرتبط به والملازم له فى نفس الوقت،فلا إدارة ناجحة مع سلطة بلا مسئولية.

---

(١) د. سامح فوزى، المساءلة والشفافية، إشكاليات تحديث الإدارة المصرية فى عالم متغير ، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، سنة ١٩٩٩، ص ٢٥ .

الفصل الثانى
الشفافية وتكنولوجيا نظم المعلومات وأثرهما على أداء البورصة

لما كنت الشفافية أحد أهم عوامل نجاح البورصة، لأنها تعنى إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التى تعتمد عليها جميع الأطراف المتعاملة فى البورصة،فإن التعرف على ماهيتها ومعرفة المعلومات الأساسية الواجب الإفصاح عنها فى بورصة الأوراق المالية المصرية، مثلها مثل باقى البورصات العالمية، وإلقاء نظرة على دور المحاسبين ومراجعى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح لمعرفة أهمية هذا الدور بالنسبة للبورصة، هو أمر ضرورى لمعرفة أثر الشفافية على أداء البورصة،كذلك لا يقل دور تكنولوجيا نظم المعلومات عن دور الشفافية فى نجاح أداء البورصة ومرونة عملها،فضلاً عن أن كفاءة نظم المعلومات تضمن سلامة وإستمرارية المعاملات فى سوق الأوراق المالية، حيث أنه بدون المعلومات تتحول سوق الأوراق المالية من مضاربة عادلة إلى مضاربة يحكمها الحظ والصدفة، مما يضعف من رغبة كثير من الأفراد فى الإستثمار فى مجال الأوراق المالية، لذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى ما يلى:

المبحث الأول: دور المحاسبين ومراقبى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية.

المبحث الثانى: تكنولوجيا نظم المعلومات وأثرها على مرونة عمل البورصة.

المبحث الأول
دور المحاسبين ومراقبى الحسابات
فى تطبيق مبدأ الشفافية

نتناول فى هذا المبحث تعريف مبدأ الشفافية والإفصاح وماهيته، ثم نتناول المعلومات الأساسية الواجب الإفصاح عنها فى بورصة الأوراق المالية المصرية والبورصات العالمية، ثم دور المحاسبين ومراجعى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح.

- **ماهية الشفافية والإفصاح عن المعلومات:**

الشفافية تعنى اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التى تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، وهى تعنى الإفصاح عن المعلومات وهي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية،وهذا يعنى أن تشتمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع، لتجنب تضليل الأطراف المهتمة بهذه المعلومات.

ويجب على المراجع(١) الإفصاح عن المعلومات الهامة التى يترتب على عدم الإفصاح عنها تغير وإختلاف جوهرى فى إتخاذ قرارات مستخدمى

---

(١) تعنى كلمة مراجع المستخدمة فى معايير المراجعة المصرية،عند الإشارة إلى مراجعة القوائم المالية تعنى مراقب الحسابات ، أما عند الإشارة إلى الخدمات الأخرى ذات الصلة بالمراجعة فإن كلمة مراجع تطلق على المحاسب وليس بالضرورة مراقب الحسابات (معيار المراجعة المصرى رقم ١٠٠).

القوائم المالية،ولذلك إهتمت الجهات التى تضع المعايير المحاسبية فى مصر والخارج بموضوع الإفصاح، ووضعت المعايير الكفيلة بتحقيق الحد الأدنى والضرورى من المعلومات التى يجب الإفصاح عنها، مع تطوير ذلك بإستمرار ليناسب التغيرات المتلاحقة.

وتأخذ الشفافية والإفصاح عدة أشكال، أقواها إدخال المعلومة فى القوائم المالية.

● متطلبات الإفصاح ومشتملاته:.

١- السياسة المحاسبية المتبعة فى بنود القائمة المالية:

تقاس بنود القوائم المالية بتطبيق سياسات محاسبية قد تختلف من منشأة لأخرى، فالمبادئ المحاسبية المتعارف عليها سواء فى مصر أو الخارج تتضمن سياسات وطرق محاسبية مختلفة، وهو ما يؤدى إلى صعوبة تفسير القوائم المالية[1]، لذلك يكون الإفصاح عن السياسات المحاسبية وثيقة هامة للمعلومات تمكن من تفسير الأرقام الواردة فى القوائم المالية وفقًا للسياسات المحاسبية التى أدت إليها.

٢- الأطراف والصفقات الهامة:

يجب أن تشتمل ملاحظات القوائم المالية على وصف للصفقات الهامة التى أبرمت بين المنشأة وأطراف أخرى، كذلك العلاقات الهامة بين الشركة وأطراف خارجية أخرى، مثل العلاقة بين الشركة القابضة والشركة التابعة.

٣- الأحداث اللاحقة:

تغطى القوائم المالية فترة محددة من الوقت ولكنها لا تكون متاحة للنشر مباشرة فى نهاية الفترة المالية،وغالبًا ما تنشر بعد إنتهاء الفترة

(١) د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفنى والأساسى للأوراق المالية ، الدار الجامعية للنشر ، القاهرة ، سنة ٢٠٠٠، ص ٨١ وما بعدها.

المالية بعدة شهور،وتسمى الفترة بين نهاية الفترة المالية وإصدار ونشر تلك القوائم بالفترة اللاحقة،وأثناء الفترة اللاحقة قد تحدث بعض الأحداث الهامة أو تتاح معلومات جديدة متصلة بالقوائم المالية التى تم إعدادها ،فإذا لم تكن منعكسة فى القوائم المالية فإن الأمر يتطلب تعديل تلك القوائم أو عرضها فى صورة الملاحظات المرفقة بالقوائم المالية.

٤- الشكوك حول إستمرار المنشأة:

يتم إعداد القوائم المالية على أساس إفتراض إستمرار المشروع،وفى ظل غياب أى معلومات أو توقعات بفشل المشروع أو عدم إستمراريته فإنه يفترض أن المشروع مستمر، وفى الحالات التى يتوافر فيها لدى معدى القوائم المالية معلومات أن إفتراض إستمرار المشروع غير قائم وأن هناك شكوك حول إستمرار المنشأة،عندئذ يجب الإفصاح عن تلك المعلومات فى صورة ملاحظات مرفقة بالقوائم المالية.

٥- الإلتزامات المحتملة:

وهى إلتزامات يحيط بها عدم التأكد فيما يختص بحدوثها أو مبالغها، وتوجد عادة نتيجة للقضايا المرفوعة ضد المنشأة أو المنازعات مع أطراف أخرى، والتى قد تتطلب تحويل بعض المبالغ مستقبلاً عند تسوية النزاع، وفى الحالات التى تتأكد فيها بعض هذه الإلتزامات فإنها تدخل ضمن الدفاتر المحاسبية لتصبح جزءًا رسميًا من القوائم المالية، بينما يتم الإفصاح عن الإلتزامات المحتملة الأقل تأكيدًا فى ملاحظات القوائم المالية،والإفصاح فى هذه الحالة يخبر القارئ بالنتائج السلبية المحتملة للأحداث التى وقعت ولكنها لم تصل إلى الدرجة الموضوعية اللازمة لإدخالها ضمن القوائم المالية.

٦- التقارير الدورية وربحية السهم:

يجب على الشركات أن تقدم التقارير الدورية لضمان إنسياب المعلومات من الشركة إلى الأطراف المهتمة بها كل فترة قصيرة-عادة ربع

سنوية- ويجب أن يتم الافصاح بمستوى معين يحدد المعلومات التى تقدم كحد أدنى فى تقاريرها كما يجب أن تقدم الشركة معلومات عن ربحية السهم العادى (بعد إستبعاد أرباح الأسهم الممتازة إذا وجدت) وذلك فى قائمة الدخل التى تعد عن الفترة،وذلك لما لهذا الرقم من أهمية كبيرة فى قياس العديد من المؤشرات المالية.

● **مصادر المعلومات المالية:**

يمكن حصر مصادر المعلومات المالية اللازمة لتحليل أى منشأة فى الآتى:

١- **القوائم المالية الأساسية**: وتشمل أربع قوائم أساسية هى قائمة المركز المالى، قائمة الدخل، قائمة التغيرات فى حقوق الملكية،قائمة التدفقات النقدية.

٢- المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية :وتعد تلك الملاحظات جزءًا ضروريًا من مصادر المعلومات المفيدة، وتوفر معلومات إضافية غير موجودة فى القوائم المالية.

٣- **التقارير المؤقتة**: والتى تقدم على مدار السنة)نصف سنوية أو ربع سنوية).

٤- **تقارير مجلس الإدارة**: والتى تحتوى على معلومات مفيدة تتناول بيانات مالية وإحصائية وبعض الخطط المستقبلية.

٥- **تقرير مراقب الحسابات**: وما قد يحتويه من ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التى تم مراجعتها.

٦- **قوائم تنبؤات الإدارة**: وهى المعلومات التى يتم الإفصاح عنها فى البورصات العالمية تطبيقًا لمبدأ الشفافية.

---

(١) د. طارق عبد العال، التحليل الفنى والأساسى للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص ٩٧، ٩٨ .

وهناك معلومات أساسية توجب قوانين الإقتصاد الحر المفتوح على البورصات العالمية مراعاتها والإفصاح عنها وتتمثل هذه المعلومات فى اللآتى:

أ- معلومات عامة:

١ ـ عرض مختصر لتاريخ المنشأة وأهدافها وتوقعاتها المستقبلية.

٢ ـ وصف للمتلكات الرئيسية يشمل موقعها ووظائفها وحجمها .

٣ ـ وصف للمنتجات الرئيسية.

٤ ـ عرض معلومات عن أنشطة البحوث والتطوير ومدى الإعتماد على براءات إختراع أو

حقوق إمتياز أو رخص حكومية أو غيرها،والتى تمثل أهمية أساسية فى أعمال المنشأة.

٥ ـ عرض معلومات عن العمالة مثل أعداد العمال، وتصنيفهم والعقود المبرمة معهم، والمنافع والمزايا التى يحصلون عليها.

٦ ـ النفقات الرأسمالية: وتتضمن بيانات وصفية عن تلك النفقات ومقاديرها فى العام السالف، وكذلك النفقات المخططة للأعوام القادمة.

٧ ـ مدى الإعتماد على عملاء رئيسيين، ومعلومات عن المحتوى الأساسى لكل تعاقد هام أو إندماج حديث أو مخطط مستقبلى.

ب ـ معلومات عن الإدارة:

١ ـ معلومات عن تمويل رأس المال:القيمةعند الإصدار،رأس المال المسدد والجزءغير المسدد.

٢ ـ معلومات عن المساهمين : أعدادهم وأنواعهم وحجم ملكياتهم ومعلومات عن المساهمين الكبار والذين يملكون التأثير فى الرقابة على أعمال المنشأة.

٣ـ معلومات عن التغيرات فى أسعار الأسهم فى السنوات السابقة وأى تغيرات مستقبلية متوقعة،وحجم التداول المعتاد.

٤ ـ معلومات عن رأس المال المقترض والمديونية والضمانات.

د ـ معلومات مالية :

١ ـ القوائم المالية المعتمدة (قائمة المركز المالى وقائمة الدخل).

٢ ـ قائمة التدفقات النقدية ومصادر الأموال وإستخداماتها.

٣ ـ التقارير المؤقتة (ربع السنوية ونصف السنوية).

٤ ـ الأحداث اللاحقة لنشر الميزانية.

٥ ـ معلومات عن توزيعات الأرباح وعن الإستثمار وعن الإندماج.

٦ ـ عرض نتائج الشركة فى العام المنقضى.

٧ ـ معلومات عن الدعاوى القضائية التى يكون لها تأثير جوهرى على الموقف المالى للمنشأة أو التى يحتمل أن تؤثر هذا التأثير.

٨ ـ عرض السياسات المحاسبية الهامة التى إستخدمت فى إعداد القوائم المالية.

هـ ـ التطورات الحديثة والمتوقعة:

١ ـ معلومات عامة عن إتجاه أعمال المنشأة منذ آخر تاريخ للقوائم المالية.

٢ ـ أية معلومات جوهرية ربما تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المنشأة.

٣ ـ معلومات عن العوامل الرئيسية المتوقع أن تؤثر على نتائج العام القادم مع التأكيد على التوقعات المالية والتجارية للشركة.

٤- التنبؤ بالربح أو الخسارة.

وقد بدأت البورصة المصرية مراعاة الإفصاح عن المعلومات مثلها مثل البورصات العالمية بعد أن إهتم المشرع فى القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية بضرورة نشر المعلومات والإفصاح والشفافية فى كل من السوق الأولية والسوق الثانوية،ونوضح فى إيجاز كيف ساهم هذا القانون فى تحقيق قدر كبير من المعلومات للمتعاملين فى سوق الأوراق المالية المصرية.

أولا: الإفصاح ونشر المعلومات فى سوق الإصدار (السوق الأولية):

يرتبط إصدار الأوراق المالية الجديدة بضرورة الإفصاح المالى والمتمثل فى نشر المعلومات الكافية الحقيقية دون إحداث أى تضليل أو إيهام أو حجب معلومات عن المستثمرين،وتتمثل أهم وسائل الإفصاح ونشر المعلومات فى السوق الأولية فى مصر فيما يلى:

١- نشرات الإكتتاب :

فقد ألزم القانون الشركات التى تطرح أوراقًا مالية لها فى إكتتاب عام،بضرورة إعداد نشرة إكتتاب تتضمن كافة المعلومات والإيضاحات المتوفرة عن الشركة،والتى تعتبر هامة بالنسبة للمستثمرين،والتى تمكنهم من القبول على الإكتتاب وهم على علم وبينه به، مثل الشكل القانونى للشركة وغرضها والقيمة الإسمية وعدد الأسهم وتاريخ بداية السنة المالية وإنتهائها وبيان عن طريقة توزيع الربح الصافى للشركة.

٢- التقارير والقوائم المالية:

فقد ألزم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الشركات التى طرحت أوراقًا مالية لها فى إكتتاب عام، أن تقدم على مسئوليتها للهيئة تقارير نصف سنوية تعبر عن نشاطها ونتائج أعمالها،على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التى تفصح عن المركز الصحيح للشركة(١)، ثم تضمنت تعديلات

---

(١) المادة رقم ٦ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

اللائحة أن تقدم هذه الشركات تقارير للهيئة كل ثلاثة أشهر تتضمن موقف الشركة المالى.

كما أوجب القانون على كل شركة نشر ملخص واف للتقارير نصف السنوية والقوائم المالية السنوية فى صحيفتين يوميتين واسعتى الإنتشار، وقد أعطى القانون الحق للهيئة فى طلب البيانات والوثائق اللازمة من الشركة ومراقبى الحسابات، للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الإكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة[1].

ثانيا: الإفصاح ونشر المعلومات فى سوق التداول (السوق الثانوية):

ألزمت المادة ١٠١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ البورصة خلال إسبوع من تاريخ موافقتها على قيد ورقة مالية معينة بموافاة هيئة سوق المال بالبيانات التى تطلبها والبيانات التالية تبعًا لنوع الورقة المالية.

أ- بالنسبة للأسهم:

إسم الشركة والنظام القانونى الخاضعة له، وقيمة رأس المال المرخص به، ورأس المال المصدر والمدفوع، ونوع الإكتتاب وعدد المكتتبين، ونوع الأسهم والقيمة الإسمية للسهم، والنسبة المسددة منها فى تاريخ تقديم البيان، وتاريخ موافقة إدارة البورصة على القيد.

ب- بالنسبة للسندات وصكوك التمويل:

الجهة المصدرة للسندات أو صكوك التمويل وقيمة السند أو الصك والعائد وتاريخ إستحقاقه ونوع الإكتتاب وتاريخ موافقة إدارة البورصة على القيد وتاريخ ورقم الإصدار الذى قيدت أوراقه فيه.

كما ألزمت المادة ١٠١ من اللائحة التنفيذية كل بورصة بتقديم التقارير الدورية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بها إلى الهيئة كالتالى:

---

(١) المادة رقم ٧ من القانونرقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

١- إخطار يومى عن حركة التداول يتضمن بيانًا لنوع الأوراق المالية التى جرى التعامل عليها، وسعر كل منها،وكمية الأوراق المتداولة ونوع العملية،وإجمالى عدد العمليات فى اليوم إضافة إلى بيان عدد العمليات التى أجريت على الأوراق المالية غير المقيدة.

٢- إخطار نصف شهرى وشهرى عن حركة التداول يتضمن بيانًا بحجم تداول الأوراق المالية من حيث الكمية والقيمة الإجمالية وعدد العمليات،كما يتضمن آخر سعر إقفال.

٣- إخطار سنوى عن حركة التداول يتضمن بيانًا بحجم تداول الأوراق المالية من حيث كميتها وقيمتها وعدد العمليات مقارنًا بالعام السابق، مع إبراز إجماليات سوق التداول عن العام، وحركة التداول موزعة على قطاعات الأنشطة المختلفة وأهم الظواهر التى حدثت خلال العام ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية، وحجم التعامل فى الأوراق المالية ومقترحات إدارة البورصة لعلاج الآثار السلبية لتلك الظواهر.

- **المعلومات التى تقدمها البورصة لجمهور المتعاملين عن حركة التداول:.**

ألزم المشرع بورصة الأوراق المالية بنشر المعلومات عن التداول يوميا عن طريق نشرة أسعار يومية تعدها، وتتضمن البيانات الآتية :

١- الأسعار المتوالية التى تمت بها العمليات أثناء الجلسة.

٢- سعر الإقفال لكل ورقة مالية مع الإعلان عن أسعار عروض البيع والشراء، وإن لم يتم التعامل بها .

٣- نوع الأوراق المالية التى تم التداول عليها أثناء جلسة اليوم.

٤- مقارنة إقفال اليوم بآخر إقفال سابق للأوراق المالية التى تم التداول عليها أثناء جلسة اليوم.

وتلتزم البورصة بإعداد نشرة شهرية تتضمن بيانًا بالأوراق المالية التى تم قيدها خلال الشهر، وإجمالى حجم التداول الشهرى للأوراق المقيدة

موزعة على قطاعات الأنشطة المختلفة وقيمتها، وعدد العمليات على المستوى الإجمالى وعلى مستوى النشاط مقارنة بالشهر السابق، والمؤشرات الإحصائية الهامة والمعلومات التى ترى إدارة البورصة نشرها للتعريف بالأوراق المالية المقيدة بها[1].

ملخص نتائج تقرير البنك الدولى الخاص بتقييم تطبيق القواعد الدولية المنظمة لإدارة الشركات فى جمهورية مصر العربية

قام البنك الدولى بالتعاون مع منظمة التعاون الإقتصادى والتنمية بإجراء دراسة لتقييم مدى إلتزام جمهورية مصر العربية بتطبيق القواعد المنظمة لإدارة الشركات بالسوق المصرى، وتنقسم المبادئ الدولية الخاصة بالقواعد المنظمة لإدارة الشركات إلى خمسة أقسام رئيسية، ويتضمن كل قسم مجموعة من المبادئ التفصيلية ويتم تقييم كل مبدأ طبقًا للمقاييس الأربعة التالية:

١- التطبيق الكامل للمبدأ.

٢- تطبيق شبه الكامل .

٣- تطبيق يشوبه نقص.

٤- عدم التطبيق على الإطلاق[2].

وفيما يلى الأقسام الخمسة الرئيسية التى يعتمد عليها التقييم:

١- المبادئ الخاصة بحقوق المساهمين.

٢- المبادئ الخاصة بالمساواة فى معاملة المساهمين.

٣- دور الشركاء الرئيسيين فى القواعد المنظمة لإدارة الشركات.

٤- المبادئ الخاصة بالإفصاح والوضوح والشفافية.

٥- المبادئ الخاصة بمسئوليات مجلس الإدارة.

---

(١) مادة ١٠٢ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى، سنة ٢٠٠١ .

وقد تم التقييم من خلال ملاحظة مدى تطبيق السوق المصرى لعدد ٤٨ مبدأ خاصة بمعايير ومقاييس القواعد المنظمة لإدارة الشركات، وفيما يلى أهم نتائج التقييم: ـ

١ ـ أن القواعد المنظمة لإدارة الشركات والمطبقة فى مصر تتمشى مع المبادئ الدولية فى سياق ٣٩ مبدأ من إجمالى ٤٨ مبدأ حيث تنص القوانين الحاكمة للشركات ولصناعة الأوراق المالية على ذات المبادئ،كما أن تطبيقاتها تتم بصورة كاملة أو شبه كاملة مع المعايير الدالة على حسن الأداء.

٢ ـ أن بعض المبادئ وعلى الرغم من وجودها فى القوانين الحاكمة الحالية، لا يجرى تطبيقها فى السوق المصرى بشكل عملى، وقد يعزى هذا إلى ضعف الوعى لدى المساهمين أو لدى إدارات الشركات بتلك المعايير،ومن ثم لا تتمشى هذه القواعد عمليًا مع المبادئ الدولية فى سياق (٧) مبادئ من إجمالى الـ (٤٨) مبدأ.

ومن الجدير بالملاحظة أنه لم يتم تطبيق مبدئين من المبادئ الدولية فى السوق المصرى يرتبط الأول بالتصويت من جانب أمناء الحفظ أو المالكين المسجلين بالإتفاق مع المالكين المستفيدين، وقد تم تطبيق هذا المبدأ مؤخرًا بصدور القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن الإيداع والقيد المركزى والتسوية والمقاصة فى الأوراق المالية،أما المبدأ الثانى فيرتبط بمتطلبات قياس العائد والتكلفة عن ممارسة حقوق التصويت.

وفيما يلى عرض لجداول التقييم:

جدول رقم (٢٠)

المبـــــادئ	التقـــييم
القسم الأول: حقوق المساهمين	
• الحقوق الأساسية	
ـ الأساليب الآمنة لتسجيل الملكية	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ نقل ملكية الأسهم	التطبيق الكامل للمبادئ
ـ النفاذ إلي المعلومات	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ المشاركة والتصويب في اجتماعات الجمعية العمومية	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ إنتخاب مجلس الإدارة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ المشاركة في الأرباح	التطبيق الكامل للمبادئ
• الحق فى المشاركة فى القرارات المتعلقة بتغيرات جوهرية فى الشركة	
التعديلات في النظام الأساسي	التطبيق الكامل للمبادئ
ـ الترخيص بإصدار أسهم إضافية	التطبيق الكامل للمبادئ
ـ الصفقات غير العادية (والتى تؤدى إلى بيع الشركة)	التطبيق الكامل للمبادئ
• الحق فى الحصول على المعلومات الكافية عن اجتماعات الجمعية العمومية وحق الإشتراك والتصويت فيها	
الحصول على معلومات كافية وفى الوقت المناسب عن اجتماعات الجمعية العمومية	التطبيق الكامل للمبادئ
إتاحة الفرصة لتوجيه الأسئلة وإدراج بنود فى جدول الأعمال	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ التصويت بالحضور شخصيًا أو بالوسائل الأخرى	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ الإفصاح عن هيكل رأس المال والترتيبات التى تمكن من السيطرة بما لا يتناسب مع نسب المساهمات	التطبيق شبه الكامل للمبادئ

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال التقرير السنوى، سنة ٢٠٠١.

تابع جدول رقم (٢٠)

المبـــــادئ	التقـــييم
● الكفـاءة والشـفـافـيـة في قـيـام السـوق بوظائفـه في الرقـابة على الشـركـات	
ـ قـواعد وإجـراءات واضـحة ومـعلنة وأسـعـار تتـصف بالشفافية والظروف العادلة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ عدم استخدام وسـائل مضـادة لعمليـات الاستحـواذ بغرض حماية الإدارة من المساطة	التطبيق الكامل للمبادئ
ـ متطلبات قياس العائد والتكلفة عند ممارسة حقوق التصويت	عدم تطبيق المبادئ على الإطلاق
القسم الثاني: المساواة في معاملة المساهمين	
● المساواة فى معاملة المساهمين من ذات الفئة	
حقوق التصويت المتساوية لحملة الأسهم داخل كل فئة، والقـدرة علي الحـصـول على مـعلومـات عن حـقـوق التصـويت المرتبطة بكافة فئات الأسـهم قبل عـمليات الاسـتحـواذ عليـهـا، وتخضـع التـغـيـيـرات فى حـقـوق التصويت لموافقة المساهمين.	التطبيق الكامل للمبادئ
التصويت من جانب أمناء الحفظ أو المالكين المسجلين بالإنفاق مع المالكين المستفيدين	عدم تطبيق المبادئ على الإطلاق
ـ إجراءات عقد اجتماعات الجـمعية العمـومية بما يسمح بمعاملة متساوية وتجنب الصعوبات والنفقات الزائدة فيما يتعلق بالتصويت	التطبيق الكامل للمبادئ
حظر الاتجار على أساس معلومات داخلية	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
ـ إفـصـــاح أعـضـــاء مـجلس الإدارة والمديرين عن تعاملاتهم فى صفقات أو أمور أخرى ذات تأثير على الشركة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ

تابع جدول رقم (٢٠)

المبـــــــادئ	التقـــييم
القسم الثالث: دور ذوى الشأن والمصالح في إدارة الشركة	
- احترام الحقوق القانونية لذوى الشأن والمصالح	التطبيق الكامل للمبادئ
- التعويض عن إنتهاك الحقوق	التطبيق الكامل للمبادئ
- آليات تعزيز مشاركة ذوى الشأن والمصالح	التطبيق الكامل للمبادئ
- النفاذ إلى المعلومات اللازمة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
القسم الرابع: الإفصاح والشفافية	
• الإفصاح عن المعلومات الجوهرية	
- النتائج المالية ونتائج الأداء	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- أهداف الشركة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- أصحاب أسهم الأغلبية وحقوق التصويت	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
- أعضاء مجلس الإدارة والمديرين وأتعابهم	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- عوامل مخاطر الجوهرية المتوقعة	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
الأمور الجوهرية التى تمس العاملين وغيرهم من ذوى الشأن والمصالح	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- هياكل وسياسات إدارة الشركات	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
- إعداد المعلومات والمراجعة المحاسبية والإفصاح طبقا لمعايير المحاسبة والمراجعة.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
المراجعة السنوية بواسطة مراجع مستقل	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- قنوات لبث المعلومات تسمح بحصول المستخدمين على معلومات كافية وفى حينها وبتكلفة إقتصادية وبطريقة تتسم بالعدالة.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
القسم الخامس: مسئوليات مجلس الإدارة	
- العمل على أساس عناية الرجل الحريص لما فيه صالح الشركة والمساهمين	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- معاملة متساوية لكل فئة من فئات المساهمين	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- الالتزام بالقانون مع الحرص على مصالح ذوى الشأن	التطبيق الكامل للمبادئ

تابع جدول رقم (٢٠)

المبـــــــــادئ	التقـــــييم
● !! ظائف الرئيسية	
ـ وضع استراتيجية الشركة، سياسات المخاطر، ميزانيات خطط العمل، تحديد أهداف الأداء، مراقبة التنفيذ والأداء، النفقات الرأسمالية، الاستحواذات وتصفية الاستثمارات.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ اختيار ورقابة وإحلال عناصر الإدارة العيا	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ الإفصاح عن أتعاب المديرين وأعضاء مجلس الإدارة وإجراءات الترشيح لمجلس الإدارة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ الرقابة على حالات تعارض المصالح الخاصة بالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين بما في ذلك سوء استخدام أصول الشركة وصفقات الأطراف ذات المصالح المرتبطة.	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
ـ التأكد من سلامة التقارير والنظم المالية بما فى ذلك نظام المراجعة المالى المستقل والرقابة الداخلية والالتزام بتطبيق القانون.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ متابعة الممارسات الإدارية ورجراء التغييرات الضرورية	
ـ الإشراف على الإفصاح ووسائل الاتصال	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ تكليف أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين بمهام بغرض تلاقى حالات تضارب المصالح المحتملة	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
ـ تكريس الوقت الكافى لممارسة مسئولياتهم.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
ـ النفاذ إلى المعلومات المناسبة الدقيقة وفى التوقيت المناسب	التطبيق الكامل للمبادئ

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى، سنة ٢٠٠١.

توصيات تقرير البنك الدولى التى تساهم فى تطبيق المبادئ الخاصة بالقواعد المنظمة لإدارة الشركات فى مصر.

لقد إحتوى تقرير البنك الدولى على عدة توصيات هامة وفيما يلى ملخص لأهم هذه التوصيات[١]:

١ ـ بالنسبة للمشاركة والتصويت فى إجتماع الجمعية العمومية السنوية، أوصى التقرير أن يسمح لمالكى الأسهم لحاملها بالتصويت فى الجمعيات العمومية، على أن يتم دفع قيمة الأسهم بالكامل من أجل الحصول على جميع مميزات التصويت.

٢ ـ بالنسبة لمراعاة حقوق الأقلية للمساهمين يوصى التقرير بضمان تعزيز حقوق الأقلية والتى تتضمن تعديل نظام التصويت وإيجاد تنظيم معين لتمثيل أقلية المساهمين، وقد تضمن مشروع قانون سوق رأس المال الجديد فصل كامل عن حقوق أقلية المساهمين.

٣ ـ أوصى التقرير بضرورة إستحداث أساليب جديدة لتصويت المساهمين كبديل لحضور إجتماعات الجمعيات العامة مثل التصويت عن طريق البريد أو بالبريد الإلكترونى.

٤ ـ أوصى التقرير بالنسبة للمبادئ الخاصة بالمعاملة العادلة للمساهمين، وخاصة بالنسبة للمعلومات الداخلية والتداول،أن يتم النشر والإعلان على نطاق واسع عن حالات الاتجار بالمعلومات الداخلية والعقوبات المفروضة عليها والمواد الخاصة بها فى القانون الجديد وذلك كرادع لهؤلاء الذين يجهلون وعلى غير علم ودراية بالمحظورات القانونية الراهنة ضد هذا النشاط.

٥ ـ بالنسبة للمبادئ الخاصة بالإفصاح والوضوح والشفافية، أوصى التقرير بتطبيق سلسلة واسعة من الجزاءات الإدارية مثل الغرامات

---

(١) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١،ص ٢٤ .

المالية للشركات التى تتأخر فى تقديم المعلومات بهدف تعزيز عملية الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية،وكذلك الإفصاح عن هياكل الملكية، خاصة جميع حيازات الملكية التى تزيد عن ٥٪ من أسهم رأس مال الشركة المدرجة، وتقديم الإجراءات التى يجوز بموجبها للمساهمين معرفة مواقف الملكية الحقيقية.

٦- أوصى التقرير بالنسبة للمخاطر المادية المتوقعة للشركات، بضرورة توفير معلومات عن المخاطر المادية المتوقعة للجهات ذات العلاقة بالسوق، والتى يجوز أن تتضمن مخاطر خاصة بالصناعة أو المنطقة الجغرافية أو الإعتماد على سلع معينة أو مخاطر سوق المال التى تشملُ سعر الفائدة أو مخاطر العملة والعمليات الخارجة عن الميزانية.

٧- بالنسبة لتوعية المديرين العاملين بالشركات بهياكل وسياسات القواعد المنظمة لإدارة الشركات، أوصى التقرير بإنشاء معهد للمديرين تتركز مهمته فى تدريب المديرين ويعمل كآلية لبث المعلومات وأفضل الممارسات لمديرى الشركات فى مصر.

٨- بالنسبة للمبادئ الخاصة بالمراجعة السنوية للقوائم المالية من قبل مراقبى الحسابات، أوصى التقرير بضرورة إتخاذ إجراء لتعزيز وضع المهنة، والتركيز والتشديد على المتطلبات والمؤهلات اللازمة لكى يصبح الشخص مراقب حسابات، مع ضرورة إنشاء جهاز مهنى مستقل تكون له سلطة فرض وإقرار معايير ومقاييس إمتياز وجوده قواعد السلوك المهنى تقوم على أساس قواعد السلوكيات المتعارف عليها، كذلك يمكن وضع قائمة بأسماء مراقبى الحسابات المؤهلين والتى يمكن للشركات المدرجة إختيار مراقب حساباتها منهم.

٩- أوصى التقرير بضرورة إنشاء لجنة للمراجعة بالشركات التابعة لمجلس الإدارة تكون مسئولة عن تقديم تقرير شهرى لمجلس إدارة الشركة عن أعمالها على أن يتضمن التقرير المقترحات والتوصيات التى يجب تطبيقها،وفى حالة وجود أى مخالفات يجب إخطار البورصة والهيئة العامة لسوق المال[1].

● **دور المحاسبين ومراقبى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية:**

شدد القانون على عملية المراجعة ومراقبة الحسابات الخاصة بشركات الأموال المتعاملة فى سوق الأوراق المالية، كما أبدى إهتمامًا خاصًا بشركات السمسرة وتداول الأسهم لما لها من دور هام فى عمليات البورصة، حيث أوكل القانون عملية الرقابة على الحسابات الخاصة بها للمكاتب المهنية المتخصصة والمسجلة فقط لدى الهيئة العامة لسوق المال، ووضع شروطًا لضمان نزاهة وحياد هذه المكاتب وصولا لتحقيق الشفافية فى المعلومات، وأهم هذه الشروط هى:

١- أن تكون من مكاتب المحاسبة والرقابة الخارجية المسجلة لدى الهيئة العامة لسوق المال والتى باشرت بالفعل أعمال الرقابة على آداء البنوك التجارية لمدة عشر سنوات على الأقل، أى أن يتوافر لديها خبرة عشرة سنوات مهنية فى مراجعة ومراقبة أداء البنوك التجارية فى مصر.

٢- أن تكون مكاتب المراجعة والرقابة الخارجية مسجلة لدى جمعية المحاسبين والمراجعين برتبة (زميل).

٣- أن يكون كل الأعضاء المشاركين فى عملية المراجعة والرقابة على الحسابات (المكونون لفريق العمل والموكل إليه مهمة مراجعة هذه الشركات والتابع لمكتب المراجعة) أعضاء وزملاء لدى جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية.

---

(١) وقد تم مراعاة ذلك فى المادة رقم (٧) من القواعد الجديدة لقيد الشركات بالبورصة.

٤- أن يكون مكتب المراجعة والرقابة على الحسابات الموكول إليه مهمة الرقابة الخارجية ذات هيكلة مهنية متخصصة عند درجة مقبولة، وأن تكون هذه الهيكلة متضمنة خبرات وخبراء وعناصر مهيئة عند مستوى عال من التخصصية المهنية(١).

وتعتبر الرقابة على شركات السمسرة وتداول الأسهم من أهم عمليات ضمان الشفافية والإفصاح،كما أن دور مراقبى الحسابات والمحاسبين -بالنسبة للرقابة على الشركات المساهمة وغيرها من الشركات المتعاملة فى البورصة سواء بيعًا أو شراء - لا يقل عن دورهم فى الرقابة على شركات تداول الأسهم والسندات والسمسرة، وإذا كان الهدف النهائى من كل عمليات المراجعة والرقابة هو تحقيق مبدأ الشفافية والإفصاح والتحقق من تطبيقه، فإن هناك عدة أهداف وأغراض وأوراق عمل وأداء يسعى إلى تحقيقها المراجع سواء كان محاسبًا أو مراقب حسابات لتحقيق هذا الهدف النهائى.

- **أهداف عملية المراجعة والرقابة على الحسابات:**

وتتمثل هذه الأهداف فى إتمام إجراء عملية المراجعة والرقابة والفحص والتحقق وإجراء الإختبارات المهنية اللازمة إلى الحد المعقول لأهم العلاقات الآتية:

١- علاقة نشاط الشركة بالقانون الذى ينظم حركتها ويضبط أدائها ومدى الإلتزام به ومدى الخروج عليه .

٢- حقيقة العمليات الإقتصادية التى باشرتها الشركة والإخراج المحاسبى المنتظم لهذه العمليات طبقًا لمفاهيم ومبادئ وأسس وفروض المحاسبة المتعارف عليها فى دفاتر وسجلات الشركة النظامية التى نص عليها القانون فى هذا الشأن.

---

(١) د. محمد العمروسى محمد ، إقتصاد المعلومات ، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والتشريع سنة ١٩٩٨، رقم التسجيل ٧٧٩٢ ، ص ٢٢٢ .

٣- موضوعية الإخراج المحاسبى وإلتزامه بضوابط ومعايير المحاسبة الدولية والمحلية،وتوضيح التأثيرات المحاسبية على حسابات النتيجة وحسابات الميزانية لكل العمليات والإحداثيات التى مكانها الشركة وزمانها الفترة المحاسبية موضوع القياس(١).

٤- موضوعية الإفصاح المحاسبى عن كل العلاقات المرتبطة بحسابات النتيجة وحسابات الميزانية خلال الفترة المحاسبية الحالية. والإفصاح عن العلاقات التراكمية السابقة، والإفصاح عن العلاقات ذات التأثيرات المستقبلية.

٥- موضوعية وسلامة العرض المنهجى الذى قيم من خلاله عرض القوائم المالية المعنية

والممثلة فى حسابات النتيجة،وحسابات الميزانية، وقائمة الموارد والإستخدامات،وقائمة التدفق النقدى.

٦- موضوعية التدفق النقدى (الداخل/الخارج) وصافى قيمة التدفق النقدى، ومدى تمثيله لحقيقة العلاقات النقدية التى دارت على مستوى الشركة خلال فترة القياس المحددة.

٧- الأداء المهنى لعملية المراجعة والرقابة على الحسابات: يجب أن تكون هناك خطوات لتنفيذ برنامج المراجعة والرقابة على الحسابات للشركة ينفذها مراقب الحسابات والمحاسبين المعاونين له وتتمثل هذه الخطوات فى الآتى:

- إجراء فحص إختبارى للمستندات والأدلة المؤيدة للقيم والمعلومات الواردة بالقوائم المالية.

---

(١) وقد صدر القرار رقم ٦٢٥ لسنة ٢٠٠٠ من وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية بمعايير المراجعة المصرية حتى يتمكن المراجعين ومراقبى الحسابات من السير على نهج عمل منظم ومحدد وبما يسهم فى مراقبة تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية.

- التأكد من أن كافة العمليات يتم مراقبتها داخليًا على مستوى الوحدة وأن الإجراءات التنفيذية لأداء أى عمل تتضمن إخضاعها لعمليات رقابية أولاً بأول.

- تقييم القوائم المالية المخططة والتقديرات التنبؤية المعدة بمعرفة الإدارة، ومدى مطابقة الأداء الفعلى لها وتقويم الإنحرافات وتحديد أسبابها.

- تقييم السياسات والقواعد المحاسبية المطبقة، ومدى مطابقتها مع السياسات والقواعد المحاسبية الدولية والمحلية المعمول بها والمتعارف عليها فى هذا الشأن.

- إجراء الإختبارات إلى المستوى المناسب للتأكد من السلامة المادية والمهنية للعمليات المسجلة بدفاتر وسجلات الوحدة.

- التأكد من حقيقة رقم الأعمال وصافى الدخل المحصل المقابل لقيمة العمولة المستحقة عن العمليات التى تم إدارتها لصالح عملاء الشركة.

- التأكد من ملكية الشركة للأصول الخدمية التى تعمل فى خدمة نشاطها والتأكد من إجراء الإهلاكات المناسبة لهذه الأصول الخدمية.

- التأكد من حقيقة المصروفات الخاصة بالفترة المحاسبية المعينة وأن تكون مجازة من الإدارة ومعالجة مستنديًا وضرورية لمباشرة الوحدة لنشاطها،وأن يكون قد تم الإستفادة بمقابلها المادى والمعنوى خلال الفترة المعنية.

- إجراء الفحوصات والإختبارات التحليلية والإنتقادية لأغراض التحقق من مدى موضوعية القياسات المحاسبية من ناحية، ومدى تعبيرها عن نتائج الفترة المحاسبية موضوع القياس من ناحية ثانية، وعلاقتها بالأداء التاريخى للوحدة عبر ذات الفترات المحاسبية السابقة، وتحديد أهم العلاقات التى تحركت والتأثير الإيجابى والسلبى لهذه العلاقات،ودراسة أهم العلاقات والتأثيرات الخاصة بها.

■ إجراء عمليات التحليل المالى للقوائم المالية للشركات والخلوص الى أهم المؤشرات التى يستفاد بها فى تقويم أداء الشركة والتى تساهم فى تكوين الرأى النهائى لعملية المراجعة.

■ عمل الإحصاءات والإيضاحات البيانية التى تساهم فى مزيد من العرض الموضوعى لحقيقة العلاقات داخل الوحدة ومدى التقدم الذى حققته الشركة خلال فترة القياس المعنية(١).

● **نتائج عملية المراجعة والرقابة على الحسابات:**

بعد أداء المراجعين والمحاسبين لخطوات تنفيذ برنامج المراجعة والرقابة على

الحسابات تصبح مهمتهم على وشك الإنتهاء بعد وضعهم نتائج عملية المراجعة والرقابة

على الحسابات والتى نستطيع أن نوجزها فى الآتى:

١- إبداء الرأى على مدى إلتزام الشركة بالقانون المنظم لأدائها.

٢- إبداء الرأى على مدى مطابقة نتيجة نشاط الشركة لما هو مسجل بالدفاتر والسجلات.

٣- إبداء الرأى على مدى تمثيل الميزانية العمومية للموقف المالى للشركة كما يظهر فى تاريخ إعدادها.

٤- إبداء الرأى على مدى سلامة العرض الذى قدمت به القوائم المالية بصورة إجمالية.

٥- إبداء الرأى على مدى حقيقة التدفقات المالية للشركة خلال الفترة موضوع القياس.

---

(١) د. محمد العمروسى محمد ، إقتصاد المعلومات ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٢٥ .

- **تقرير مراقب الحسابات:**

يسجل مراقب الحسابات رأيه تحت مجموعة نتائج وأهداف عملية المراجعة والرقابة على الحسابات والتى توصلت إليها مجموعة المراجعين،ومعاونيهم،حيث يتم تضمين ذلك فى تقريره الذى يتم عرضه على مساهمى الشركة فى الجمعية العامة حسب ما نص عليه القانون فى هذا الشأن.

وقد صدر معيار المراجعة المصرى رقم ١٠٠ ويهدف هذا المعيار إلى وضع إطار العمل فيما يتعلق بالخدمات التى قد يؤديها المراجع تيسيرًا وتنظيمًا لهذا العمل، ومما هو جدير بالإشارة إلى أن كلمة "المراجع" المستخدمة فى معايير المراجعة المصرية تعنى الشخص الذى يتحمل المسئولية النهائية عن إعتماد التقرير الذى يقدمه المراجع عن الخدمة المهنية المقدمة، سواء كانت مراجعة القوائم المالية أو الخدمات ذات الصلة بها، ويجب بالضرورة أن يكون المراجع هو مراقب الحسابات عند الإشارة إلى مراجعة القوائم المالية نظرًا لأهميتها. أما الخدمات الأخرى ذات الصلة بالمراجعة فلا تعنى بالضرورة أن من يقوم بتقديم تلك الخدمات هو مراقب الحسابات وإنما يكتفى بالمحاسب(١).

وإذا كانت القوائم المالية هى أهم الطرق لتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح لأنها عبارة عن تقديم عرض مالى شامل للمركز المالى والعمليات التى تقوم بها المنشأة،وأن الهدف من القوائم المالية ذات الأغراض العامة هو تقديم المعلومات عن المركز المالى للمنشأة وأدائها وتدفقاتها النقدية التى تفيد قطاع عريض من مستخدمى القوائم المالية عند إتخاذ قراراتهم الإقتصادية(٢)، وأيضًا توضيح النتائج المترتبة على

---

(١) د. أمين السيد لطفى ، معايير المحاسبة والمراجعة ، مجلة المال والإقتصاد، العدد الأول، يوليه سنة٢٠٠١، ص ١٨٤ .

(٢) د. نظير رياض محمد الشحات، الإدارة المالية (قرار التمويل) ، مكتبة أم القرى-المنصورة، سنة ١٩٩٨، ص ٤٧، وما بعدها.

قيام الإدارة بتنفيذ المهام الموكلة إليها وإدارة الموارد المتاحة للمنشأة لتحقيق هذا الهدف، إذا كان ذلك فإن مستخدمى القوائم المالية من مستثمرين فى البورصة وغيرهم، يهمهم بالدرجة الأولى الإطمئنان إلى صحة المعلومات المقدمة بهذه القوائم بدرجة كبيرة، وهو ما يوفره لهم المراجع فى عمليات المراجعة،وذلك لأن رأى مراقب الحسابات يدعم مصداقية القوائم المالية وذلك بإعطائها درجة عالية من التأكد، فأهم أعمال مراجع الحسابات سوء المحاسبين أو مراقبى الحسابات الخاصة بتطبيق مبدأ الشفافية هو مراجعة القوائم المالية للشركات، وعندما يتم هذا العمل بدقة ونزاهة وحياد فإن المستثمر يضمن أكبر درجة من الشفافية تساعده على إتخاذ قراره فى الإستثمار فى البورصة.

المبحث الثانى
تكنولوجيا نظم المعلومات وأثرها على مرونة عمل البورصة

تعد ثورة الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات وما أحدثته من طفرة فى عالم تبادل المعلومات أحد أهم أسباب زيادة حركة رؤوس الأموال وسهولة إنتقالها من دولة لأخرى،فضلاً عن أنها أحد أهم أسباب إقبال المستثمرين على الإستثمار فى بورصات الأوراق المالية المختلفة، فمنذ عشر سنوات فقط كانت الطريقة الرئيسية لحصول المستثمرين على المعلومات والقيام بعمليات التداول فى سوق رأس المال تتمثل فى الذهاب الى بيوت السمسرة أو محادثة السمسار تليفونيا، إلا أن هذا قد تغير حديثًا حيث وفرت نظم الإتصالات الحديثة للمستثمرين إمكانية تحرير أوامر التداول وإرسالها عن طريق البريد الإلكترونى، والقيام بعمليات تداول الأوراق المالية المسجلة فى بعض البورصات العالمية مباشرة عبر شبكة الإنترنت، بما يحقق معدلات ربحية أعلى فى سوق رأس المال، ذلك أنه عبر الشبكة الدولية يصل المستثمرين إلى كافة المعلومات التى تدعم إتخاذ القرار الاستثمارى فى نفس الوقت، مما يوفر مبدأ الشفافية بين المتعاملين ويكون له أكبر الأثر فى صحة قرار الإستثمار وتوقيته[1]، لذلك تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية بصفة عامة

---

(١) رشا مصطفى مسعد ، محددات الإستثمار فى أسواق رأس المال، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، سنة ١٩٩٨، ص ٣٧ .

على مدى وجود نظام فعال للمعلومات يضمن الإفصاح عن المعلومات بصورة دقيقة وفورية لجميع المتعاملين فى السوق،فتوافر المعلومات هو الأساس الذى يعتمد عليه المستثمرون فى إتخاذ قراراتهم حيث أن ذلك يساعدهم على القيام بتقييم سليم للأوراق المالية، ويمكنهم من إتخاذ القرارات الخاصة بالإستثمار وفقًا لأسس موضوعية سليمة وواضحة.

لذا فإن كفاءة نظم المعلومات تضمن سلامة وإستمرارية المعاملات فى سوق الأوراق المالية، حيث انه بدون المعلومات تتحول سوق الأوراق المالية من مضاربة عادلة إلى مضاربة يحكمها الحظ والصدفة، مما يصعب على المتعاملين فى سوق الأوراق المالية إتخاذ قراراتهم الإستثمارية بصورة سليمة، وهو ما يضعف من رغبة كثير من الأفراد فى الإستثمار فى مجال الأوراق المالية[1].

- **الإنترنت كأداة حديثة للإفصاح عن القوائم والتقارير المالية للشركات المصرية وأثرها على مرونة عمل البورصة:**

إذا كان المشرع قد نظم تداول المعلومات ونص على ضرورة الإفصاح والشفافية فقد جاءت تكنولوجيا نظم المعلومات لتكمل هذا الدور وتساعد عليه، فمما لا شك فيه أن ثورة الإتصالات والتقدم فى علوم الحاسب الآلى وعصر الإنترنت قد غيرت كثيرًا من سبل نقل وتدفق المعلومات من صناع هذه المعلومات إلى مستخدميها،وقد ترتب على إستخدام الشبكة الدولية للمعلومات أن أصبح بمقدور المنشآت أن توفر بصفة فورية وبأشكال إلكترونية متقدمة، قائمة كبيرة من المعلومات إلى عدد كبير من متخذى القرار غير المتجانسين فى إحتياجاتهم للبيانات والمعلومات المالية وغير المالية،ويقوم الوضع الراهن للعرض والإفصاح العام على أن التقرير المالى الإلكترونى يعتبر مكملاً أو ملحقًا للعرض

(١) د. زينب عوض الله ، الأداء التسعيرى والتمويلى فى البورصة، الاهرام الاقتصادى ، (العدد رقم ١١٨٣، ١٩٩١/٩/١٦) ص ٦٥ وما بعدها.

والإفصاح التقليدى،كما يتم هذا التقرير حاليًا بصورة إختيارية من قبل الشركات[1].

• دوافع الإفصاح الإلكترونى للقوائم والتقارير المالية عبر الإنترنت:

تتعدد دوافع المنشآت بشأن إستخدام التقرير المالى الالكترونى عن غيره من وسائل العرض والإفصاح الأخرى، ومن أهم هذه الدوافع ما يلى:

١ ـ يوفر التقرير المالى الإلكترونى وسيلة نشر وتقارير فورية بين المنشآت كمنتج للبيانات والمعلومات وبين قطاعات عريضة من المستثمرين والمقرضين وغيرهم.

٢ ـ يوفر للمستخدم القدرة على إستخدام روابط مواقع الإنترنت فى دمج أقسام عديدة من التقارير المالية المنشورة على الشبكة مع العديد من المعلومات الأخرى المتعلقة بها فى مواقع أخرى ومن ثم إجراء المقارنات ودعم القرارات.

٣- يمكن أن يخفض تكاليف نشر المنشأة لمعلوماتها-فإذا أمكن لمتخذى القرار المعروفين للمنشأة وغير المعروفين لها الحصول على المعلومات المنشورة على صفحات "الويب" وإستخدامها-فيمكن للمنشأة أن تتخلص إلى حد كبير من تكاليف طباعة وإرسال تقاريرها التقليدية إلى مستخدميها المعروفين الذين يتعين أن تصلهم هذه التقارير.

٤- يوفر وسيلة للإتصال بعدد كبير من مستخدمى المعلومات المحاسبية، بعضهم غير معروف للمنشأة، وغالبًا يكون عددهم أكبر من هؤلاء الذين ترسل لهم التقارير المالية التقليدية، وهو ما يشجع أعدادًا كبيرة على التعامل مع المنشأة بعد كسب ثقتهم من خلال الشفافية وتوافر المعلومات بإنتظام عبر الإنترنت.

---

(١) لؤى على زين العابدين ، الإنترنت كأداة حديثة للإفصاح فى ظل أسواق المال العالمية ، مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى-العدد السادس، ديسمبر سنة ٢٠٠١، ص ١٨٧ وما بعدها.

فى حين أن الإفصاح الإلكترونى قد يكون بعيدًاعن الواقعية، وذلك حين يوفر معلومات غير موثوق فيها، ولا يمكن الإعتماد عليها من قبل المستخدمين، ويكون ذلك فى حالتين رئيسيتين هما:

أ ـ قيام المنشأة بعرض بيانات ومعلومات عن الأداء أو المركز المالى غير مدققة من قبل المراجعين على الشبكة ومن ثم تنقل مخاطر إلى المستخدمين.

ب ـ عدم توفير المنشآت لمستوى مناسب من الأمن لمواقع «الويب» على الشبكة بحيث تحد من إمكانية دخول الأطراف الآخرى للموقع، والتلاعب والتحوير فى البيانات المعروضة بها، ومن ثم تنقل مخاطرها إلى المنشآت.

وفى كلتا الحالتين لا تستطيع المنشآت المستخدمة للتقرير المالى الإلكترونى أن تقدم تأكيدًا للمستخدمين بمصداقية المعلومات المعروضة على الشبكة،الأمر الذى دفع شركات البرمجيات فى الوقت الراهن إلى بذل جهود مكثفة لإنتاج برامج لشبكة الإنترنت تمنع الدخول للمواقع والتلاعب ببياناتها،وبذلك يمكن القول بأن تحقيق التوازن بين خاصيتى الملاءمة والثقة بما يكفل إمكانية إعتماد المستخدمين على المعلومات المعروضة على الشبكة، أصبح ضروريًا عن ذى قبل فى ظل الإتجاه المعاصر للتوسع فى إستخدام تكنولوجيا المعلومات فى كافة المؤسسات الإقتصادية توفيرًا للوقت والجهد.

● **العناصر المطلوبة لنجاح الإفصاح الالكترونى فى مصر:**

يستفاد من التجارب الدولية أن نجاح إستخدام شبكة الإنترنت فى الإفصاح ونشر المعلومات الخاصة بالبورصة والقوائم المالية يعتمد على العناصر التالية:

١ ـ توافر بنية أساسية كفئة للإتصالات تؤدى إلى إستخدام مكثف للإنترنت بتكاليف منخفضة.

٢- توافر بيئة قانونية وتشريعية ملائمة.

٣- توافر أنظمة فنية لتأمين وسرية التعاملات الإلكترونية .

٤- نشر الوعى والإدراك ورعاية الأعمال المتميزة.

٥- شركات ضامنة للتعاملات الإلكترونية.

٦- تعاون مالى وفنى من قبل المنظمات الدولية.

٧- خلق الصدق والشفافية ومنع التلاعب، عن طريق التوعية والتشريعات المانعة.

٨- تشجيع شركات البرمجيات،ودعم دورها فى بناء وتطوير الأدوات الفنية والبرامج[1].

٩- وجود المعاهد ومراكز التدريب المتخصصة لتدريب الكوادر البشرية وتنمية المواهب العلمية، لأن إستخدام التكنولوجيا الجديدة يستلزم بداهة مستوى من الأفراد قادرًا على التكيف مع التكنولوجيات الجديدة وإستخدامها بكفاءة، بل والقيام بتطويرها فى المستقبل وصولاً إلى إبتكار بديل عنها أكثر إنسجامًا مع هيكل الموارد وهيكل الحاجات المستقبلية[2].

هذا ونلاحظ أن أهم العناصر المطلوبة لتحقيق التأثير المطلوب لتكنولوجيا نظم المعلومات فى أداء عمل البورصة واحداث المرونة فى هذا الأداء، هو ضرورة توفير الكوادر والمؤسسات القادرة على تحليل تلك المعلومات المتدفقة، وليس فقط ضرورة توافر هذه المعلومات، مما يجعلها مفيدة لأغلب المهتمين والمتعاملين فى البورصة بما فى ذلك صغار المدخرين والمستثمرين، الذين لا يملكون القدرة على قراءة هذه

---

(١) د. محمد رمضان محمد ، التجارة الإلكترونية، أبعادها الإقتصادية والتكنولوجية والمعلوماتية، مجلة أخبار المال والإقتصاد، السنة الأولى، العدد السادس ، ديسمبر سنة ٢٠٠١ .

(٢) د.عبد الغفار عباس كاظم ، بعض مشكلات إستخدام التكنولوجيا فى تنمية الإقتصاد العربى، رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة القاهرة ، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٨١، ص ١٥٢ .

المعلومات وتحليلها بمفردهم، فضلاً عن ضرورة تجريم عملية حجب المعلومات وإخفائها أو التدخل فيها بالتعديل أو التبديل، حتى تتاح المعلومات بشكل تلقائى دون أى محاولة لإخفاء الحقائق أو إستبدالها،وسرعان ما يمكن إكتشاف مناطق الأخطاء العمدية ومن يقف وراءها وذلك بالرقابة الإلكترونية، وقوة التشغيل، والتى معهما يتم توفير البيانات والمعلومات الصحيحة المتدفقة عبر الشبكات للجميع وتحت أمر من يدرك قوتها وكيفية التعامل معها(١).

• علاقة المتعاملين فى سوق الأوراق المالية بشبكة الإتصالات ونقل المعلومات:

أدى تعقد بيئة الأعمال المعاصرة إلى إتساع دائرة القرارات التى ينبغى إتخاذها تحت ظروف السرعة وعدم التأكد، وهنا أصبح ينظر إلى الحاسب الآلى ونظم تقنية المعلومات المبينة على الحاسب بإعتبارها الأطر اللازمة لدعم تآلف وتكامل العلم، مع التقدير الشخصى لمواءمة تطوير وتكييف وفحص وإختبار بدائل للتصرف وإتخاذ القرار(٢). وسنتناول فى إيجاز علاقة كل من المتعاملين فى سوق الأوراق المالية بشبكة المعلومات ودور تكنولوجيا نظم المعلومات فى مرونة عمل هذه السوق.

أولا: علاقة الهيئة العامة لسوق المال بشبكة الإتصالات ونقل المعلومات:

لما كانت الهيئة العامة لسوق المال هى الجهة الإدارية التابعة للدولة المسئولة عن الرقابة والإشراف على مدى إتفاق إسلوب سير العمل بالسوق مع القوانين واللوائح المنظمة للتعامل بها،وتدعيمًا لمبدأ الإفصاح والشفافية ومن منطلق دورها فى وضع القواعد التى تساهم فى حماية السوق والمتعاملين فيه وتنظيمه، فقد أعدت الهيئة الأدلة الإرشادية

---

(١) د.محمد العمروسى محمد ، إقتصاد المعلومات، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والإحصاء والتشريع، سنة ١٩٩٨، رقم تسجيل ٧٧٩٢، ص ٩٤ .

(٢) نعايم سعد زغلول، إستخدام تكنولوجيا المعلومات فى إدارة الأزمات ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، سنة ١٩٩٩ ، ص ٧٢ .

للإجراءات التى تقوم بها حتى يكون المتعاملون معها على علم كامل ورؤية واضحة بكيفية التعامل مع الهيئة، مما يؤدى إلى إنسياب العمل وجعله يسير بصورة تلقائية مرنة وبما يساهم فى إيجاد مزيد من فرص الإستثمار.

وتنشر الهيئة هذه الأدلة من خلال موقعها على شبكة الإنترنت لتعريف الشركات التى تصدر أوراقًا مالية، ومراقبى الحسابات لتلك الشركات، بما تقوم به الهيئة من إجراءات للتأكد من مدى إلتزام هذه الشركات بمتطلبات العرض والإفصاح والنشر للقوائم المالية وفقًا لمعايير المحاسبة المصرية والدولية، ومدى إتفاق مراقبى الحسابات مع معايير المراجعة المصرية والدولية[1].

وقد قامت الهيئة بتطوير الشبكة الداخلية للحاسب الآلى بها، وتطوير نظام الاتصال بشبكة المعلومات الدولية، ونظام حماية وتأمين قواعد البيانات ونظم المعلومات، فضلا عن قيامها بتبنى مشروع التقييم الدولى للأوراق المالية المصرية فى كل من الهيئة والبورصة وشركة مصر للمقاصة، كما قامت بتزويد الشبكة الداخلية بنظام للإدارة يمكن به مراقبة مواضع الإختناقات ومعالجتها فورًا، علاوة على تحديد أماكن أى أعطال على الشبكة مما يتيح سرعة التعامل معها،وتؤدى هذه الأعمال إلى الإسراع فى نقل المعلومات خلال جلسات التداول ومواجهة إحتياجات ربط الشركة والجماعات الخارجية بالهيئة، فى إطار نظام إسترجاع البيانات الجارى تنفيذه مع مشروع تنمية الأسواق المالية[2].

ومن أهم السياسات المستقبلية للهيئة العامة لسوق المال فى مجال تكنولوجيا الإتصال ونقل المعلومات هو تطوير قاعدة بيانات أساسية عن تطور أسواق رأس المال العالمية تتضمن :

---

(١) د. أمين السيد لطفى، الإفصاح والشفافية ، معايير المحاسبة والمراجعة ، مجلة المال والإقتصاد ، العدد الأول يوليو سنة ٢٠٠١، ص ١٨٨ .

(٢) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١، ص ١٧، ص ٤٧ .

١- البيانات الخاصة بمؤشرات الأسواق المالية للدول المتقدمة.

٢- البيانات الخاصة بمؤشرات الأسواق الناشئة.

٣- النواحى القانونية والتشريعية لأسواق المال العالمية.

٤- متابعة وإعداد الدراسات والتقارير وأوراق العمل عن أهم التطورات الحديثة فى أسواق المال العالمية.

٥- إعداد نشرة ربع سنوية تحتوى على أهم تطورات سوق رأس المال المصرى باللغتين العربية والإنجليزية مع نشرها على موقع الهيئة على الإنترنت.

٦- قيام قطاع أسواق المال الخارجية بالهيئة بتوفير وتبادل المعلومات مع العديد من الجهات الداخلية والخارجية، وذلك بهدف مزيد من الشفافية والإفصاح على المستوى الدولى.

وبتنفيذ السياسات المستقبلية بدقة تستطيع الهيئة العامة لسوق المال أن تدفع البورصة المصرية إلى أن تضع قدمها على أول طريق البورصات العالمية[١].

ثانيا: علاقة الشركات المصدرة بشبكة الإتصالات ونقل المعلومات:

الشركات المصدرة هى الشركات المساهمة المرخص لها بإصدار الأسهم والسندات من هيئة الإستثمار أو هيئة سوق المال، والمسجلة فى البورصة المصرية حتى يمكن تداول أسهمها بالبيع أو الشراء فى البورصة، وتسجل الشركة المصدرة فى شركة مصر للمقاصة، وذلك لاستكمال الخدمات التى تقدمها الشركة لهذه الشركات أو مساهميها، سواء كانت الورقة المصدرة مادية أو محفوظة مركزيًا، وقد بدأ ربط بعض الشركات المصدرة إعتبارًا من أغسطس ١٩٩٩ بشركة مصر للمقاصة، حتى تستفيد هذه الشركات من شبكة المعلومات الخاصة

---

(١) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١، ص ١٧، ص ٤٧ .

بشركة مصر للمقاصة فى توزيع ونقل المعلومات التى يحتاجها المشتركون والأعضاء فى النظم العاملة بسوق الأوراق المالية المصرى، أى خدمة الربط الآلى وتوزيع برامج التشغيل الخاصة بهذه المعلومات، حيث تحتاج هذه الشركات معلومات هامة تمدها بها هذه الشبكة مثل:

١- المعلومات الخاصة بقوائم المساهمين.

٢- مؤشرات حركة التداول على الورقة.

٣- إحصائيات عن الورقة المالية.

وهى معلومات تؤدى إتاحتها بسهولة ويسر، إلى مرونة العمل وإتخاذ القرارات داخل هذه الشركات، بخصوص عرض وشراء الأسهم داخل البورصة، مما ينعكس بصورة كبيرة على حسن أداء البورصة[١].

ثالثا: علاقة شركات إدارة السجلات بشبكة الإتصالات ونقل المعلومات:

أجاز القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ إنشاء شركات إمساك حسابات وأرصدة المساهمين فى

الأوراق المالية، وتكون ممثلة للمساهمين لدى شركة الحفظ المركزى فى إجراء عمليات الإيداع والبيع والتمويل والرهن وفك الرهن)الأسهم المحفوظة مركزيًا).

وهو نظام منقول عن نظام سوق المال الفرنسى، وقد تم تطويره بما يتناسب مع بيئة التعامل فى سوق المال المصرى.

وقد تم ربط جميع شركات إدارة السجلات بشركة مصر للمقاصة فى ١٩٩٩/٣/١٧، وبذلك أصبحت جميع العمليات الخاصة بهذا النظام تتم من خلال الحاسب الآلى وشبكة المعلومات، وتستفيد شركات إدارة السجلات من شبكة الإتصال ونقل المعلومات الخاصة بشركة مصر للمقاصة من المعلومات الآتية:

---

(١) د. أمين السيد لطفى ، شبكة الإتصال ونقل المعلومات ودورها فى دعم ومساندة نظام الحفظ المركزى للأوراق المالية، مجلة أخبار المال والإقتصاد، العدد السابع يناير ، سنة ٢٠٠٢، ص١٠٢ .

١- بيانات حركة التداول.

٢- بيانات العمليات المنفذة بالبورصة الخاصة بهذه الشركات.

٣- البيانات المالية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية.

٤- معلومات القواعد الفنية ودورات العمل والدورات المستندية.

٥- معلومات قانونية عن نظم العمل.

٦- المعلومات المصرح لها بالإطلاع عليها،والتى تخص المتعاملين الآخرين من شركات السمسرة وشركات إدارة السجلات وشركة المقاصة.

رابعاً: علاقة شركات السمسرة بشبكة الإتصال ونقل المعلومات:

لما كانت شركات السمسرة هى الشركات المرخص لها من هيئة سوق المال والحائزة على موافقة البورصة المصرية، بتداول نشاط السمسرة فى مجال الأوراق المالية وتمثيل المساهمين نيابة عنهم أمام البورصة فى إجراء عمليات البيع والشراء فى الأسهم المادية والأسهم المحفوظة حفظاً مركزيًا،فإن علاقتها بشبكة المعلومات متميزة إذ يعتمد عملها-فى عمليات التداول- على أجهزة الحاسبات المتصلة بالحاسب الرئيسى الخاص بالبورصة، سواء داخل قاعة التداول أو بالإتصال بين مقار الشركة والبورصة، وتستفيد شركات السمسرة من علاقتها بشبكة الاتصال والمعلومات الخاصة بشركة مصر للمقاصة فى نقل المعلومات التى تحتاجها هذه الشركات وأهمها:

١- مؤشرات حركة التداول.

٢- أرصدة العملاء.

٣- بيانات العمليات المنفذة بالبورصة الخاصة بشركة السمسرة.

٤- البيانات المالية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية.

٥- معلومات فنية عن دورات العمل والدورات المستندية.

٦- معلومات قانونية عن نظم العمل.

٧- المعلومات المصرح لها بالإطلاع عليها والتى تخص المتعاملين الآخرين من شركات سمسرة وإدارات سجلات أو شركة المقاصة.

خامساً: علاقة شبكة الإتصالات ونقل المعلومات بنظام شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى:

يتمثل الغرض الأساسى للشركة فى الوصول للحيازة المركزية للأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية، وتحويلها الى قيود دفترية للتسهيل والتبسيط والإسراع من تداولها فيما بين مختلف المساهمين، والممثل فى نظام الحفظ المركزى،بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة[1]، وتنفيذ التسويات المالية للأوراق المالية التى يجرى تداولها فى البورصة وتطبيق نظام التسليم مقابل الدفع،كما تقوم شركة مصر للمقاصة بتنفيذ العمليات المقررة من قبل الشركات المصدرة مثل (توزيع الأرباح على المساهمين،وتوزيع الأسهم المجانية، والأسهم المجزأة) وذلك نيابة عن الشركات المصدرة،وهذا النظام مرتبط بأرصدة الأسهم المحفوظة مركزيًا، وقد تم بدأ الربط للبنوك العاملة فى توزيع أرباح الأسهم والتى يطلق عليها نظام الكوبونات منذ تاريخ ١٩٩٨/١١/١، عن طريق ربط مجموعة من أفرع البنوك المشتركة فى هذا النظام،والموزعة على عدد من محافظات الجمهورية،وذلك من خلال ربط شبكات المعلومات والإتصالات بالبنوك المشتركة، بشبكة المعلومات والإتصالات بشركة مصر للمقاصة والحفظ المركزى[2]. أما باقى العمليات المقررة فيتم تنفيذها داخل شركة مصر للمقاصة، وعلى أرصدة المساهمين

---

(١) عملية المقاصة هى عملية التبادل للأوراق المالية مقابل دفع النقود.

(٢) د. أمين السيد لطفى ، شبكة الإتصال ونقل المعلومات ودورها فى دعم ومساندة نظام الحفظ المركزى للأوراق المالية، مرجع سالف الذكر، ص ١٧ .

المسجلة فى قاعدة بيانات نظام إدارة السجلات،ومن أهم أهداف نظام المقاصة للأوراق المالية والتسوية ما يلى:

١- سرعة دوران الأوراق المالية،الأمر الذى يؤدى إلى أن يتم التداول على الأوراق المالية بمعدل أسرع من المعدلات السابقة على وجود هذا النظام.

٢- تقليل المخاطر الناتجة عن تسليم وتسلم الأسهم ما بين شركات السمسرة البائعة والمشترية.

٣- تقليل الفترة الزمنية التى كانت تستغرق لإستخراج شهادات نقل الملكية والتى تعد بمثابة السند القانونى الدال على ملكية العميل (المشترى) لهذه الورقة المالية.

٤- تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع، وهو النظام المتبع فى معظم أسواق المال العالمية المتقدمة، وهو المبدأ الذى ينص على أن يقوم كل من طرفى عملية التداول بالإيفاء بإلتزاماته تجاه الطرف الآخر، فى نفس التوقيت من خلال شركة مصر للمقاصة مما يقلل من المخاطر الناتجة عن عدم إتباع هذا النظام.

الفصل الثالث
سماسرة بورصة الأوراق المالية

نتناول فى هذا الفصل سماسرة بورصة الأوراق المالية فى مبحثين، نتناول فيالمبحث الأول دور السماسرة فى تنشيط عمل البورصة على مدى عدة عقود حتى صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والذى قرر أن يكون التداول فى البورصة من خلال شركات السمسرة فى الأوراق المالية، لتحل شركات السمسرة فى الأوراق المالية محل سماسرة الأوراق المالية الأفراد، وذلك تمشيًا مع التطورات الحديثة التى تستهدفها أسواق الأوراق المالية العالمية،ثم نتناول فى المبحث الثانى شركات السمسرة فى الأوراق المالية وتعريفها، ونحاول معرفة ماهيتها ودورها المنشود فى تنشيط والنهوض بالبورصة.

المبحث الأول
دور السماسرة فى تنشيط عمل البورصة

نتناول فى هذا المبحث التعريف بسماسرة الأوراق المالية ومساعديهم، وبيان موقعهم فى سوق الأوراق المالية منذ نشأته، ودورهم التاريخى فى إنشاء بورصة الأوراق المالية، وكيف أعطاهم القانون موضع العمود الفقرى بالنسبة للبورصة، فأصبحوا عماد البورصة ومحركها الرئيسى، حتى صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الذى أنهى دور السمسار الفرد فى البورصة، وأسند لشركات السمسرة فى الأوراق المالية مهمة إكمال مسيرة السمسار الفرد فى تنشيط البورصة والمساهمة فى نموها، ليواكب بذلك التطور العالمى، لما للشركات من إمكانيات مالية كبيرة تسمح لها بإدخال تكنولوجيا المعلومات، وتوفر الأمان للمستثمرين، ويتوافر فيها الضمان الكافى لحسن أدائها لعملها.

أولا: من هم سماسرة الأوراق المالية ؟

سماسرة الأوراق المالية هم وسطاء، يتوسطون فى بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشترى، والسمسار مسئولاً وضامنًا لكل صفقة يقوم بتنفيذها، والسماسرة يقومون بعمل له أهمية كبيرة فى تشجيع الإستثمار فى الأوراق المالية، وتسهيل الإجراءات التى يتطلبها،وأداء الخدمات المرتبطة به.

وجدير بالذكر أن السماسرة يجب أن يكونوا على حياد تام عند عقد الصفقات، كما يحظر عليهم عقد عمليات لحسابهم الخاص[1]، وقد أخضع المشرع المصرى قبول قيد السماسرة فى بورصة الأوراق المالية لشروط تتصل بالكفاية الفنية والأهلية والشرف واليسار، وذلك فى المواد من ٢٠ إلى ٢٧ من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ المعدل بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، وقد تطلبت المادة ٢١ ألا يقل رأس مال طالب القيد كسمسار فى البورصة عن عشرة آلاف جنيه،كما تشترط المادة ٢٥ من القانون نفسه عدم قيد المرشح فى قائمة السماسرة إلا بعد أن يودع مصرف تعينه لجنة البورصة تأمينًا لا يقل عن ألف جنيه نقدًا أو مستندات حكومية أو خطاب ضمان من مصرف، ويخصص هذا التأمين لضمان ما قد يُطلب من السماسرة فى الوجوه الآتية على الترتيب:

١- المبالغ المستحقة للعملاء.

٢- المبالغ المطلوبة للجنة البورصة.

٣- المبالغ المطلوبة لسماسرة آخرين.

٤- الغرامات المالية.

ثانيا: المندوبون الرئيسيون والوسطاء:

يقوم سمسار الأوراق المالية فى الأصل بعمله بنفسه، ولكن ما إن يتسع نشاطه حتى يستشعر الحاجة إلى أن يستعين بأشخاص يساعدونه، يسمون بالمندوبين الرئيسيين أو يتخذ ما يسمون بالوسطاء أو الجلابين،وقد تناول القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية تنظيم عمل المندوبين الرئيسيين والوسطاء فى المواد من ٣٩ إلى ٤٩ منه،وقد عرفت المادة ٣٩ المندوب الرئيسى بأنه

---

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة ، سنة ١٩٨٨، ص ١٣٥ .

مستخدم يعمل بأجر عند سمسار مكلف بمعاونته فى تنفيذ الأوامر فى المقصورة[1]، ولا يجوز له أن يشتغل إلا بإسم السمسار الذى يتبعه ولحسابه وتحت مسئوليته، وتحظر المادة ٤٠ على المندوب الرئيسى أن يكون طرفًا فى العمليات التى يعقدها السمسار،كما تحظر على المندوب الرئيسى أيضًا أن يعمل لحسابه الخاص.

أما الوسيط أو الجلاب فقد عرفته المادة ٤١ من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ بأنه أداة الإتصال بين العميل والسمسار، يتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسمسار المقيد له،وللوسيط حق الحصول من السمسار على حصة لا تجاوز نصف السمسرة عن العمليات المعقودة بواسطته.

وهناك نوعـــان من الوسطاء : الأول: هم الوسطاء الذين لهم حق التعاقد وهؤلاء لهم وحدهم حق دخول المقصورة بإسم السمسار الذى يتبعونه ويعملون لحسابه وتحت مسئوليته، والثانى: هم الوسطاء الذين ليس لهم حق التعاقد وهؤلاء يظل عملهم خارج نطاق المقصورة.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يجوز الجمع بين عمل المندوب الرئيسى والوسيط،ولا يجوز لأيهما أن يلتحق بالعمل مع أكثر من سمسار واحد، كما أن لائحة البورصة تعتبر السمسار مسئولاً بالتضامن ماليًا مع المندوبين الرئيسيين والوسطاء التابعين له، عن الغرامات التى قد يحكم بها عليهم بمناسبة عملهم،كما أنه محظور على كل من السمسار والمندوب الرئيسى والوسيط إفشاء أسرار العملاء أو إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت[2].

---

(١) المقصورة : هى المكان المخصص داخل البورصة لإتمام عمليات البيع أو الشراء ولا يجوز دخول المقصورة إلا للسماسرة والمندوبين الرئيسيين والوسطاء الذين لهم حق التعاقد ، أما البائعون والمشترون فإنه يخصص لهم مكان خارج المقصورة، يجلسون فيه حتى إنتهاء عمليات التعامل على الأوراق المالية.

(٢) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص٣٣ .

ثالثا: الأعضاء المنضمون:

يتمثل الأعضاء المنضمون فى، (المصارف والشركات وصناديق الإستثمار)، ويلعب الأعضاء المنضمون دورًا هامًا فى بورصة الأوراق المالية، فهم أصحاب الخبرة والمشورة فى مجال العقود والأوراق المالية، وبالتالى فإن إدارة البورصة تستعين بهم فى هذا المجال لإبداء النصح والإرشاد، وتتجلى أهمية تواجد الأعضاء المنضمون فى البورصة فى أن تواجدهم يساهم فى عدم إستئثار السماسرة بأمور البورصة بمفردهم، وحتى لا يؤثروا على إدارة البورصة لتحقيق مصالحهم الشخصية وإن تعارضت مع مصالح المساهمين، ولقد اشترط المشرع عدة شروط يجب توافرها فى الأعضاء المنضمون وهى:

١- أن يكون مزاولاً لنشاطه فى مصر.

٢- أن يكون مشتغلاً بعمليات بورصات الأوراق المالية لحساب الغير.

٣- أن يصدر قرار من الوزير المختص أومن ينوب عنه بتحديد الشركات وصناديق الإستثمار[١].

رابعاً: الأعضاء المراسلون:

وهم أعضاء البورصة والسماسرة المقيدون فى البورصات الأجنبية، وقد نصت اللائحة العامة المعدلة لبورصة الأوراق المالية الصادرة بالقانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧م على السماح بقيد الأوراق المالية الأجنبية فى قائمة الأسعار، وكذلك السماح بقيد سماسرة أجانب كمراسلين فى البورصة والسماح لهم بتكوين شركات مع سماسرة مصريين،ويتم قيد السماسرة الأجانب على شرط المعاملة بالمثل، وبعد أداء رسم القيد والإشتراك المحدد لسماسرة البورصة من المصريين، وبشرط أن يعمل

---

(١) احمد محمد عبده، دور سوق الأوراق المالية فى دعم إمكانيات التنمية الإقتصادية فى مصر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٨، ص ٥١ .

السمسار المراسل عن طريق سمسار مصرى، ويعتبر وجود الأعضاء المراسلون فى مجال البورصة لمن الأهمية بمكان، حيث عن طريقهم يمكن إجراء عمليات تداول بين البورصات الأجنبية وبورصات الأوراق المالية المصرية، حيث يتم الإستفادة من الصفقات التى يعقدها المتعاملون بين البورصات المختلفة، فى تنشيط التداول وحركة رؤوس الأموال.

خامسا: دور السماسرة فى إنشاء بورصة الأوراق المالية المصرية:

نشأت بورصة الأوراق المالية المصرية كمرحلة لاحقة لبورصة البضائع، وقد أنشأت بالمبادرة من القطاع الخاص، وكان للسماسرة الدور الرئيسى فى ظهور ونشأة البورصة، حيث كانوا يجتمعون لعقد الصفقات فيما بينهم على قارعة الطريق فى البداية، وفى بعض المقاهى مثل مقهى نيوبار بميدان الأوبرا بالقاهرة منذ عام ١٨٨٣،حيث لم تكن المعاملات تخضع لقواعد مدونة وإنما طبقًا للعادات والتقاليد التى يألفونها،ومع التطورات الإقتصادية التى شهدتها مصر فى أوائل القرن العشرين نتيجة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للإستثمار فى مصر، وإنتشار شركات المساهمة، فقد حفزت هذه التطورات السماسرة ورجال الأعمال على بذل المزيد من الجهد والمحاولات لإنشاء سوق الأوراق المالية والتى بدأت نشاطها فى الاسكندرية عام ١٩٠٣، وفى القاهرة سنة ١٩٠٧ من خلال شركة تم إنشاؤها بالتعاون مع نقابة السماسرة،وقد كان تنظيم شئون التعامل فى الأوراق المالية وقيدها فى جدول الأسعار وتنظيم العلاقة بين السماسرة والجمهور يتم عن طريق نقابة السماسرة، وهى التى تعمل على تنظيم العمل فى البورصة[1]، وقد وضعت أول لائحة للبورصات بالقانونين ٢٣، ٢٤ لعام ١٩٠٩ وتم إصلاح سوق الأوراق المالية فى مصر، وقد تم إغلاق البورصة أثناء الحرب العالمية الأولى من ١٩١٤

---

(١) د.عبد الحميد صديق ، سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الإقتصاد القومى ، مرجع سالف الذكر، ص ٨٦ وما بعدها.

حتى ١٩١٦ ثم أعيد إفتتاحها، وقد خضعت سوق المال فى مصر للنفوذ الأجنبى ونظام الامتيازات الأجنبية حتى عام ١٩٣٧الذى تم فيه إلغاء الإمتيازات الأجنبية، ومما هو جدير بالذكر أنه تم وضع لائحة جديدة للبورصة عام ١٩٣٣، وتم تعديلها عام ١٩٤٠[1]، وقد ساهم مجموعة من رجال الأعمال المصريين أمثال طلعت حرب وأبورجيلة فى إنشاء مجموعة من الشركات الصناعية والزراعية، التى تم طرح وتداول أسهمها فى السوق المصرية مما أدى إلى وجود بورصة حقيقية فى القاهرة والإسكندرية، وقد إتسمت بالإزدهار والإنتعاش وإنتشار الوعى الإستثمارى فى مصر قبل التأميمات، ويرجع ذلك إلى المساهمة الفعالة التى كان يقوم بها القطاع الخاص خلال تلك الفترة، وإلى السماسرة ونقابتهم، والذين لعبوا الدور الأكبر فى إنشاء وتنظيم البورصة فى فتراتها الأولى، وتنفيذ عمليات تداول الأسهم بإقتدار فى الفترات التالية.

سادسا: الطرق التقليدية التى إتبعها السماسرة لإتمام الصفقات داخل المقصورة:

مما هو جدير بالذكر أن هناك طريقتين تقليديتين أساسيتين لإتمام الصفقات داخل المقصورة هما،طريقة المناداة وطريقة لوحات العرض والطلب[2]، ونتناول بإيجاز عرض لكل منهما :

١ ـ **طريقة المناداة:** وتكون عندما تفتح الجلسة ويشرع السماسرة ومعاونوهم فى النداء بأعلى أصواتهم لإتمام العمليات المكلفين بها فى البورصة، ولا يظهرون ما إذا كانوا بائعين للأوراق المالية أو مشترين لهذه الأوراق، وذلك خوفًا من إستغلال البعض لهذه المعرفة فى فرض أسعار ليست فى مصلحتهم، فيشترى منهم بأسعار منخفضة أو يبيع لهم بأسعارمرتفعة، ولذلك يكتفى السمسار بالمناداة بإسم الورقة

---

(١) د. حسنى المصرى، شركات الإستثمار . دار النهضة العربية، القاهرة ، سنة ١٩٨١ .

(٢) د. يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سبق ذكره، ص ٣٤، ٣٥ .

المالية التى يود التعامل فيها دون ذكر أنه بائع أو مشترى، فإذا وجد مجيبًا بالقبول إتجه إليه فورًا، ويصرح علانية كل برغبته فى البيع أو الشراء مع ذكر السعر،فإذا كان أحدهما بائعًا والآخر مشتريًا يتم التعاقد، وإلا إستمر السمسار فى النداء حتى يجد مجيبًا له .

٢- **طريقة لوحات العرض والطلب**: فضلاً عن العرض والطلب الشفويين،فهناك هذه الطريقة التى يقوم فيها السمسار قبل إفتتاح الجلسة بحوالى عشر دقائق، بتسليم الموظف المكلف بوضع جدول الأسعار بطاقات يبين فيها الطلبات أو العروض الخاصة بالأوراق المالية المكلف بالتعاقد عليها والأسعار التى يحددها لها،ويدون الموظف المختص هذه الطلبات وهذه العروض على اللوحات المنتشرة فى البورصة على جانبى المقصورة بطريقة ظاهرة، ويكون لهذه الطلبات والعروض المبينة باللوحات حق الأولوية فى التعاملات وعقد الصفقات، خاصة إذا كانت هذه التعاملات والصفقات متساوية مع الطلبات والعروض من حيث كمية الأوراق والسعر المرغوب عقدها به،وكل عملية تعقد خلافًا لذلك يتحتم إلغاؤها، ويمكن توضيح ذلك من خلال الآتى:

- إذا رغب أحد السماسرة فى بيع ورقة من أوراق إحدى الشركات بسعر معين، وأثبت ذلك فى لوحة العرض والطلب فى المقصورة[1] ففى هذه الحالة لا يجوز لأحد المشترين أن يشترى نفس الورقة من شخص آخر فى المقصورة (غيره) بنفس السعر أو بسعر أكبر، حيث أن مصلحته تحتم عليه التعاقد مع من أثبت عرضه كتابة على لوحات العرض والطلب، كذلك إذا رغب أحد السماسرة فى شراء كمية معينة من أوراق احدى الشركات وبسعر معين، ثم قام بتدوين ذلك على لوحة العرض والطلب فى مقصورة البورصة، ففى هذه الحالة لا يجوز لأحد

(١) على أن لا يتجاوز هذا السعر نسبة ٥٪ صعودًا أو هبوطاً عن سعر إقفال اليوم السابق. وقد حدد المشرع هذه النسبة حماية للمستثمرين من التقلبات السريعة.

البائعين أن يبيع نفس الورقة لشخص آخر فى المقصورة (غيره) بنفس السعر أو سعر أقل،حيث لا ضرر عليه من التعاقد مع السمسار الذى أثبت طلبه كتابة فى لوحة العرض والطلب.

- وتجدر الإشارة إلى أن إتمام الصفقات فى معظم بورصات العالم ومنها مصر الآن أصبح إليكترونيا والأسبقية لمن سجل على شاشة الكمبيوتر وفقا للميعاد الذى تم فيه العرض.

● **مركز السمسار داخل البورصة:**

أعطى المشرع المصرى للسمسار أهمية بالغة بالنسبة للتداول فى سوق الأوراق المالية، ونص على بطلان أى تصرف سواء بالبيع أو الشراء للأوراق المالية سواء كانت مقيدة بالبورصة، أو كانت غير مقيدة لا يتم بواسطة السمسار،فأصبح السمسار هو العمود الفقرى بالنسبة للبورصة ومحركها الرئيسى، وكان له الدور الأكبر فى تنشيط البورصة ومرونة التداول بها، فقد نصت المادة ٧٤ من القانون التجارى المصرى المضافة بالقانون رقم ٢٣ لسنة ١٩٠٩ على أنه «لا تنعقد أعمال البورصة إنعقادًا صحيحًا إلا اذا حصلت بواسطة السماسرة المدرجة أسماؤهم فى قائمة تحررها لجنة البورصة»، وقد تقرر مبدأ الإحتكار أيضًا فى المادة ٢٠ مكرر من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ المعدل بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ حيث نصت على أنه «لا يجوز التعامل فى الأوراق المالية، سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمى أو غير مقيدة بالجدول، إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية».

وعلى ذلك لا يصح التوسط فى تداول الأوراق المالية من أى شخص كائنًا من كان،بل يجب أن يكون هذا الوسيط مقيدًا بالبورصة[1]، كما نصت الفقرة الثانية من نفس المادة على الجزاء بقولها «ويقع باطلاً بحكم القانون كل تعامل على خلاف ذلك».

---

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة ، سنة١٩٩٠، ص ١٤٣ .

مع ملاحظة أن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قد نصت مادته الـ ١٨ على أن يكون التعامل فى الأوراق المالية المقيدة بالبورصةبواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلا»، وبذلك قصر وجوب تدخل شركات السمسرة (سماسرة الأوراق المالية سابقًا) فى التعامل على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة، سواء فى الجداول الرسمية أو الجداول غير الرسمية،وبذلك لا يخضع لوساطة شركة السمسرة التعامل على الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة، والتى يجرى التعامل عليها خارج البورصة،ويعتبر ما جاء به المشرع فى هذا القانون أكثر إتفاقًا مع الواقع كما يسهل تداول الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة،لأن هذا التداول يتم فى أغلب الأحوال بين طرفين يعرف كل منهما الآخر ويوليه ثقته،ومن ثم يكون من التعسف إجبارهما على اللجوء إلى إحدى شركات السمسرة لإتمام عملية البيع التى سبق إتمامها بين البائع والمشترى، ومن ثم لا يعدو أن يكون دور الشركة فى هذه الحالة سوى دورًا شكليًا،بالإضافة إلى ما فى ذلك من أعباء مالية تتمثل على الأقل فى العمولة التى يجب دفعها للشركة،وتجدر الإشارة إلى أنه يجوز طبقًا لنص المادة ١٧ بند ٢ من قانون سوق رأس المال أن يتم الإعلان فى البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة[١].

● **إجراءات البيع والشراء داخل البورصة:**

هناك مجموعة من الإجراءات لابد من القيام بها لتنفيذ العمليات فى البورصة، ويمكن إيجاز أهم ملامح هذه الإجراءات فيما يلى:

١ ـ بداية وكما سبق ذكره أنه لا يجوز أن تتم عمليات البيع والشراء للأوراق المالية إلا عن طريق السماسرة المقيدين فى البورصة

---

(١) د. صلاح أمين أبو طالب، دور شركات السمسرة فى بيع الأوراق المالية ، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٥، ص ٧ .

ومعاونيهم (شركات الوساطة فى الأوراق المالية حاليًا)، ولا يجوز التعامل فى البورصة فى غير الأوراق المدرجة بها، كما أن التعامل بين السماسرة من ممثلى البائعين وزملائهم من ممثلى المشترين يتم داخل المقصورة،حيث يتلاقى العرض بالطلب ويتم الإتفاق على السعر علنًا.

٢- يتلقى السمسار أوامر عملائه ببيع أو شراء أوراق مالية شفويًا أو تليفونيا أو برقيا أو كتابة،ويحدد فى التعليمات الصادرة من العميل إلى السمسار:

- إسم الأوراق المالية التى يرغب العميل فى شرائها أو بيعها.
- عدد هذه الأوراق .
- السعر الذى يرغب فيه العميل بيعًا أو شراء

وهناك نوعين من الأوامر يعطيها العملاء للسماسرة لتنفيذ عمليات الشراء أو البيع هما :

أ - **البيع أو الشراء بسعر محدد**: وفيه يحدد العميل للسمسار مسبقًا السعر الذى يجب أن يبيع أو يشترى به،فيحدد السعر الأدنى فى حالة البيع، والسعر الأعلى فى حالة الشراء، بحيث لا يجوز للسمسار البيع بأقل من هذا الحد أو الشراء بأعلى من هذا الحد.

ب - **البيع أو الشراء بسعر السوق**: ويطلق عليه أحيانًا البيع أو الشراء بالسعر الأفضل، ولا يحدد فيه العميل للسمسار السعر الذى يجب أن تتم به الصفقة بل يترك تحديد السعر الملائم لسمساره،بمعنى أن يحاول السمسار البيع بأعلى سعر ممكن أو الشراء بأقل سعر يمكنه الحصول عليه فى السوق، وينبغى أن تكون أوامر العملاء صريحة وواضحة أيًا كانت طريقة إبلاغها،وبالتالى ففى حالة عدم إعطاء الأوامر بصورة كتابية يجب تعزيزها بالكتابة بعد صدورها، وعادة لا ينتظر السمسار حتى يصله هذا التعزيز بل يبرم الصفقة فور تلقيه

الأمر إعتمادًا على الثقة المتبادلة بينه وبين العميل، وحتى لا يضيع على عميله فرصة شاء إنتهازها[1].

٣- يقدم العميل ـ فى حالة البيع ـ للسمسار الذى يمثله،الأوراق المالية التى يعرضها للبيع مع فاتورة الشراء التى يكون العميل قد أشترى بموجبها هذه الأوراق، والتى تكون صادرة من أحد السماسرة أو فاتورة من عضو منضم (بنك مثلاً)[2].

٤- يقوم السمسار بعملية البيع أو الشراء داخل البورصة عن طريق النداء أو بالتدوين فى لوحات العرض والطلب، وفى حالة اتفاق سماسرة البائعين والمشترين فإن كلاً منهم يسجل العملية فى دفتر خاص عنده ويوقع كل من السمسارين فى دفتر الآخر،وبعد ذلك يتم قيد العملية فى قسيمة خاصة داخل المقصورة تشمل كل بيانات العملية،ثم تقدم هذه القسيمة إلى موظف مختص (مراقب المقصورة) ليقيد بياناتها فى سجل،كما تقدم إلى موظف آخر يقوم بتسجيل الأسعار التى تم التعامل على أساسها على لوحة كبيرة معدة لذلك،وبهذا يُعلن السعر للجميع ويكون هذا سعر التعامل فى هذا النوع من الأوراق فى تلك اللحظة،ومما هو جدير بالذكر أن عمليات البيع والشراء وتسوية الحسابات تتم الآن عن طريق شاشات الكمبيوتر، والتسوية تتم عن طريق شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى.

٥- بعد أن يتم تنفيذ الأمر الذى يتلقاه السمسار عن عملية،فإنه يقدم للعميل كشف حساب عن كل صفقة، موضحًا فيها تاريخها وأسماء الأوراق المباعة أو المشتراه لحسابه والسعر الذى تم التعامل على أساسه، وقيمة كل نوع من الأوراق والقيمة الكلية للصفقة وقيمتها بعد

---

(١) د. يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سبق ذكره، ص٣٧ .

(٢) تتأكد شركة الوساطة فى الأوراق المالية حالياً من اسم مالك الورقة المالية عن طريق الكمبيوتر فى حالة وجود الأسهم فى الحفظ المركزى ، حيث لا يتم تداول أصول الأسهم وتظل بالحفظ المركزى لشركة مصر للمقاصة والتسوية.

خصم المبالغ المستحقة كسمسرة ورسوم فى حالة البيع أو إضافة تلك المبالغ فى حالة الشراء، وجدير بالذكر أنه فى الحالات التى يودع فيها العملاء أوراقهم المالية بالبنوك فإن العميل يوجه إلى سمساره خطاب تفويض يمنحه بموجبه حق سحب الأوراق المالية المملوكة له وإيداع ثمنها بالبنك، أو إيداع الأوراق المشتراه لحسابه وقبض قيمتها من حساب العميل بالبنك.

مما تقدم يتضح لنا كيف لعب السماسرة الدور الأكبر فى تكوين البورصة ونشأتها، وكيف كان لهم أكبر الأثر على تنشيط عمل البورصة ومرونة التداول للأسهم والسندات بها، وقد جاء القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ليقرر أن التداول فى البورصة يجب أن يكون من خلال شركات الوساطة وليس أفراد السماسرة، وذلك تمشيًا مع التطورات التى شهدتها أسواق الأوراق المالية، لما للشركات من قدرات مالية وفنية تمكنها من تحقيق دورها المنشود فى النهوض بالبورصة، ولتتمكن من تحقيق الأعباء والواجبات المطلوبة منها فى مرحلة الإقتصاد الحر.

المبحث الثانى
شركات الوساطة المالية ودورها
المنشود فى النهوض بالبورصة

يقوم بتداول الأوراق المالية بيعًا وشراءً فى بورصة الأوراق المالية - سواء بالقاهرة أو الإسكندرية - سماسرة متخصصون فى هذا النوع من العمل، وبصدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، أصبح مباشرة هذا النشاط من خلال شركات إشترط هذا القانون أن تأخذ شكل الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، وقد بلغ عدد الشركات العاملة فى نشاط الوساطة فى الأوراق المالية فى نهاية يناير سنة ٢٠٠٣م (١٤٦شركة)[1] (ولحماية المتعاملين فى البورصة إشترط القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بالنسبة لشركات السمسرة، وكذلك مندوبى هذه الشركات داخل البورصة شروطًا معينة وهى:

١- أن تتخذ الشركة التى تزاول السمسرة فى الأوراق المالية شكل الشركة المساهمة أو التوصية بالأسهم.

٢- ألا يقل رأسمالها المصدر عن ٢٥٠ ألف جنيه، وقد زيد أخيرًا إلى ٢ مليون جنيه، مسدد منه مليون جنيه.

٣- أن تحصل الشركة على ترخيص بمزاولة المهنة من هيئة سوق المال، ويتطلب الحصول على ترخيص من هيئة سوق المال ما يلى:

---

(١) المصدر: شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى، إدارة المعلومات.

أ ـ تقديم شهادة بقيد الشركة فى السجل التجارى.

ب ـ توضيح الأنشطة المطلوب مزاولتها ومدى إتفاق رأس المال مع هذه الأنشطة.

ج ـ بيان بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين وخبراتهم على النحو الذى يحدده قرار مجلس إدارة الهيئة.

د ـ أن يكون المؤسسون وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين حسنوا السمعة، مع تقديم ما يفيد أنه لم يصدر على أى منهم أحكام بعقوبة جناية أو جنحة فى جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة، أو الحكم بإشهار إفلاسه ما لم يكن قد رد إليه إعتباره.

هـ ـ ما يفيد سداد رسم الترخيص وقدره ٥٠٠٠ جنيه.

و ـ ما يفيد أداء قيمة التأمين على النحو الذى يقره مجلس إدارة هيئة سوق المال.

وتزاول الشركة عملها داخل بورصة الأوراق المالية عن طريق رئيس مجلس الإدارة أو العضو المنتدب أو عن طريق مندوبين عنها، وفى جميع الأحوال يتم عقد إختبار لمن سيقوم بتنفيذ العمليات داخل البورصة نيابة عن الشركة فى هيئة سوق المال، مع توافر معظم الشروط التى سبق أن إشترطها القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ فى مزاولة مهنة السمسرة وأهمها:

١- أن يكون متمتعًا بالأهلية القانونية وحسن السمعة.

٢- ألاّ يكون قد فُصل تأديبيًا من الخدمة، أو مُنع من مزاولة السمسرة، أو حُكم عليه فى جناية أو جنحة أو حُكم بإشهار إفلاسه.

٣- أن يكون حاصلاً على مؤهل عالى، وإجتيازه الإختبارات والدراسات التى تنظمها هيئة سوق المال.

٤- أن يكون متفرغًا ولا يعمل فى الأعمال التجارية أو فى شركة سمسرة أخرى.

هذا وقد نصت اللائحة العامة للبورصات فى مادتها رقم ٢٠ على أن السمسار يعتبر ضامنًا لسلامة البيع،وهى مسئولية كبيرة، حيث يتحمل السمسار قيمة الأوراق المالية بالكامل وليس فقط رد العمولة[١]، أما إذا تم نقل الملكية بدون سمسار فإن العقد يعتبر عرفى،ولا يعتد به ولا تقبل الشركة التى تم التداول على أسهمها الإعتراف به أو نقل الملكية على أساسه،وعلى ذلك فالسمسار أو شركة الوساطة لهما صفة الرسمية التى يضفيانها على العملية.

- **المركز القانونى لشركة السمسرة فى الأوراق المالية:**

تعتبر شركات السمسرة فى الأوراق المالية فى المركز القانونى للوكيل بالعمولة،ذلك لأنها تتعامل فى الأوراق المالية بإسمها الخاص ولكن لحساب العميل (الموكل) مقابل أجر أو عمولة[٢]،بحيث تبدو أمام المتعاقد وكأنها الطرف الأصيل فى التعاقد، فضلاً عن أنه إذا إستندنا إلى طبيعة عمل شركات السمسرة لكانت وكيلا بالعمولة، لأن العمل ذو طبيعة تجارية وهى التوسط فى بيع وشراء الأوراق المالية على سبيل الاحتراف[٣]، ويترتب على إعتبار شركات السمسرة فى الأوراق المالية وكلاء بالعمولة أن تنطبق عليهم أحكام الوكالة بالعمولة التى نظمها القانون التجارى المصرى فى المواد من ٨١ إلى ٨٩ من الفصل الرابع، وبالتالى تترتب الآثار القانونية للوكالة بالعمولة على العلاقات القانونية الناشئة عنها كالتالى:

١- ففى العلاقة بين شركة السمسرة والمتعاقد معها من الغير، فإنه وفقًا لنص المادة ٨٢ من القانون التجارى فالسمسار هو الملزم دون غيره لمن يتعامل معه،فشركة السمسرة هى الطرف المتعاقد مع هذا الغير،

---

(١) د. ناجى خشبة ، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى بالمنصورة ، سنة ١٩٩٧م، ص ٣٥٤ .

(٢) د. عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٠ .

(٣) د. محمود سمير الشرقاوى ، القانون التجارى، الجزء الثانى ، دار النهضة العربية، سنة ١٩٨١، ص ٤٩ .

وبالتالى تنصرف إليه الحقوق والإلتزامات، فتصبح شركة السمسرة والغير المتعاقد معها الدائن والمدين كل منهما تجاه الآخر، ولكل منهما الرجوع على الآخر والتمسك تجاهه بالدفوع الناشئة عن العلاقة العقدية التى تربطهما، ولا يكون للغير المتعاقد- ولو علم بشخصية عميل شركة السمسرة - أى الموكل، أن يرجع عليه ولو كشفت شركة السمسرة عن إسم عميلها، ولو كان هذا الكشف بإذن هذا العميل ما دامت الشركة تتعاقد بإسمها هى، ويترتب على إعتبار شركة السمسرة هى الملتزمة تجاه المتعاقِد معها، أنه فى الفرض الذى تكون فيه شركة السمسرة مشترية، تضاف إليها حقوقً المشترى فتصبح هى الدائنة للبائع بنقل الملكية وتنتقل فعلاً الملكية إليها، كما تصبح دائنة للبائع بتسليم المبيع وبضمان الإستحقاق وبضمان العيوب الخفية، وفى الفرض الذى تكون فيه شركة السمسرة هى البائعة فإن حقوق البائع تضاف إليها فتصبح هى الدائنة للمشترى بالثمن، وكما تنصرف إلى شركة السمسرة الحقوق على الوجه المتقدم الذكر كذلك تنصرف إليها الإلتزامات،فإذا كانت مشترية كانت هى المدينة بالثمن للبائع، وإذا كانت بائعة كانت هى المدينة بنقل الملكية وبالتسليم وبضمان الإستحقاق وضمان العيوب الخفية.

٢ - وفى علاقة شركة السمسرة بالعميل،فإن عقد الوكالة يربط بينهما إرتباط الوكيل بالموكل،ولما كانت الشركة تتعاقد مع الغير بإسمها فينصرف أثر التعاقد إليها، فإن الوكالة تقضى بنقل هذا الأثر من شركة السمسرة إلى العميل فتنتقل الحقوق والإلتزامات من كل طرف للآخر، وهذا بخلاف الوكالة العادية حيث لا حاجة لهذا النقل إذ الحقوق والإلتزامات التى يعقدها الوكيل تضاف إبتداءً إلى الموكل (العميل).

٣ - أما فى علاقة العميل بالغير فالأصل أن الحقوق والإلتزامات الناشئة عن تعاقد شركة السمسرة مع الغير لا تنصرف إلى العميل مباشرة

وإنما يكون المسئول عنها هى شركة السمسرة، وقد أكدت ذلك المادة ٨٢ من القانون التجارى الذى قررت أن الوكيل بالعمولة هو «الملزوم دون غيره لموكله ولمن يتعامل معه،وله الرجوع على كل واحد منهما بما يخصه من غير أن يكون لأحدهما طلب على الآخر»، والإستثناء الوحيد على الأصل العام قررته المادة ٣٨١ من القانون التجارى، إذ أوجدت علاقة مباشرة بين الموكل والغير فقط عند إفلاس الوكيل بالعمولة متى كان الوكيل مكلفًا بالبيع،وأفلس قبل قبض الثمن،تفاديا لدخول الثمن فى تفليسة الوكيل بالعمولة وإضطرار الموكل للخضوع لقسمة الغرماء، أو إذا كان الوكيل مكلفًا بالشراء وأفلس بعد دفع الثمن وقبل تسلم المبيع،يكون للموكل مطالبة البائع بحقوقه فى الحالتين مباشرة دون الدخول فى التفليسة.

- **مسئولية شركات السمسرة فى الأوراق المالية تجاه العميل:**

تلتزم شركة السمسرة فى الأوراق المالية عندما تؤدى مهامها فى تنفيذ أوامر العملاء الصادرة إليها، بإحترام الأحكام القانونية وتعليمات العملاء، وأن تتصرف بعناية وتبصر، وأن تتخذ الإحتياطات التى تستلزمها الظروف الخاصة التى تتم فيها عمليات البورصة، ويترتب على إغفال هذه الإحتياطات قيام مسئوليتها.

ولما كانت شركة السمسرة تعتبر من الناحية القانونية وكيل بالعمولة فإن الشركة تسأل وفقًا للقواعد العامة فى الوكالة بالعمولة، ذلك لأن النصوص الخاصة المنظمة للبورصة ونشاط سماسرة الأوراق المالية لا تستطيع توقع كل الإحتمالات، وبالتالى يلزم فى حالات كثيرة تفسير أو تكملة هذه النصوص بالإستعانة بالأحكام العامة فى المسئولية[1]، وبمتابعة مراحل وطبيعة عمليات البورصة يمكن التعرف على الحالات التى يمكن القول أن فيها مسئولية سمسار الأوراق المالية (شركة

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص ١٩٨ .

السمسرة)، فهذه المسئولية قد تنشأ عن أفعال سابقة أو معاصرة أو لاحقة لعمليات البورصة التى تقوم بها شركة السمسرة، ويمكن تصور حالات مسئولية شركات السمسرة فى الفروض التالية:

١- اذا لم تقم شركة السمسرة بالتحقق من كون العملية المطلوب إجراؤها صحيحة، كما لو كانت الأوراق المالية التى تم بيعها أو شراؤها غير قابلة للتداول، وهو ما يتحقق إذا كانت أسهمًا عينية لا يصح تداولها إلا بعد مرور فترة معينة من تأسيس الشركة، أو كانت مثقلة بشرط المنع من التصرف، أو إذا كانت الأوراق المالية غير مستوفاة الشروط القانونية أو مستهلكة، أو كانت غير مقيدة فى البورصة، أو كانت محجوزًا عليها وأعلنت لجنة البورصة عن الحجز، وتقوم مسئولية شركة السمسرة كذلك إذا كانت الورقة المالية مزورة تزويرًا واضحًا.

٢- إذا لم تقم شركة السمسرة بواجبها فى التحقق من شخصية العميل ومحل إقامته وأهليته وصفته.

٣- إذا لم تقم شركة السمسرة بالتحقق من ملكية العميل للأوراق المالية التى يأمر ببيعها.

٤- إذا أخطأت الشركة عند تنفيذ أوامر العميل الصادرة إليها مثل البيع بسعر أقل من الذى حدده العميل كحد أدنى للبيع بمقتضاه، أو الشراء بسعر أزيد من الذى حدده كحد أقصى للشراء به، أو أن تخطأ فى الورقة المالية المراد شراؤها فتشترى ورقة أخرى، أو لم تقم بتنفيذ الأمر دون مبرر معقول.

٥- وقد يصدر من شركة السمسرة خطأ فى مرحلة لاحقة لتنفيذ الأوامر الصادرة إليها من العميل،كأن تمتنع عن تسليم العميل الأوراق المالية التى إشترتها لصالحه أو تمتنع عن تسليمه ثمن أوراق قامت ببيعها لحسابه.

وفى كل الأحوال متى قامت مسئولية شركة السمسرة فهى ملتزمة بتعويض العميل، وقد نصت المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن تضمن الشركة (شركة السمسرة) سلامة العملية التى تتم بواسطتها .

كما نصت المادة ٩٦ من اللائحة التنفيذية لهذا القانون على أن تلتزم شركة السمسرة التى نفذت عملية على خلاف أوامر العميل، أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانونا، أو محجوزًا عليها، بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة، وإلاّ وجب عليها تعويض العميل، وذلك دون إخلال بحقها فى الرجوع على المتسبب بالتعويض.

وطبقًا لهذا النص لا تلتزم شركة السمسرة فى مواجهة العميل الآمر بالشراء بتسليمه ورقة أخرى فى حالة إذا نفذت العملية طبقًا لأوامر العميل، وعلى ورقة يجوز تداولها، ولم يقم المتعاقد مع الشركة بتنفيذ إلتزامه، بمعنى أن شركة السمسرة لا تضمن تنفيذ العملية التى توسطت فى إتمامها ولكنها فقط تضمن صحة العملية وفقًا للواجبات المفروضة[1].

● **أهم واجبات شركات السمسرة:**

حددت اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢[2] واجبات شركات السمسرة ودورها فى البورصة،ونعرض فى إيجاز أهم واجبات هذه الشركات، والخاصة بالتداول وتنفيذ العمليات فى البورصة فيما يلى:

١- يجب أن تتخذ الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية المنصوص عليها فى القانون (ومنها شركات السمسرة) شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

---

(١) د. صلاح أمين أبو طالب، دور شركات السمسرة فى بيع الأوراق المالية ، دار النهضة العربية ، سنة ١٩٩، ص٦٧ .

(٢) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ، سنة ١٩٩٧، الفصل الثانى أحكام التداول وتنفيذ العمليات ، ص ٧٢ وما بعدها.

٢- يحظر على شركة السمسرة إتباع سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، كما يحظر عليها عقد عمليات لحسابها الخاص أو لحساب أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين أو أحد العاملين بها.

٣- يجب على شركة السمسرة تسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها،ويتضمن التسجيل مضمون الأمر وإسم مصدره وصفته وساعة وكيفية وروده إلى الشركة والثمن الذى يرغب العميل التعامل به.

٤- يجب عرض الأوامر الصادرة من العملاء للشركة بطريقة تكفل العلانية وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملية، وعلى شركة السمسرة فى حالة قيامها بعملية-تنفيذاً لأوامر صادرة إليها من طرفيها- الإعلان عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة التداول لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية، على أن تكون أسعارها مساوية لسعر الإقفال أو سعر التداول حسب الأحوال، ويجوز لكل شركة خلال مدة الإعلان التدخل لتنفيذ العملية بذات شروط العميل بسعر أعلى من سعر الطلب أو أقل من سعر العرض.

وقد وضعت اللائحة هذه المادة لضمان الشفافية ومنع المضاربات الوهمية، أو أى عمليات غير مشروعة قد تقوم بها شركات السمسرة لتحقيق مصالح لحسابها أو لحساب الشركات العارضة للأسهم.

٥- يجب على شركة السمسرة عرض أوامر العملاء خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم،وإذا لم يحدد العميل أجلا لتنفيذ الأمر وجب على الشركة عرضه فى أول جلسة تالية لوروده، ويتم تنفيذ الأوامر بحسب تاريخ وساعة ورودها لشركة السمسرة كما يكون تنفيذ الأوامر التى تعطى لممثل الشركة أثناء التداول وفقاً لأولوية ورود تلك الأوامر، كما يجب على الشركة إستكمال إجراءات عقد العملية وإخطار البورصة والعميل بتنفيذها خلال يوم العمل التالى من عقد العملية .

وإذا كانت هذه الواجبات التى فرضها المشرع على شركات السمسرة المقصود بها حسن أدائها لدورها فى البورصة، ولمنع أى تحايل أو غش أو تربح على حساب المستثمرين، وضمان الشفافية والوضوح فى التعاملات، بما يضمن الأمان للمستثمرين ويكسب البورصة ثقتهم، بما يؤدى إلى زيادة جذب رؤوس الأموال للإستثمار فى البورصة، ويؤدى بدوره إلى تنشيط عمل البورصة وحسن أدائها للوظيفة المنوطة بها بما يؤثر على النشاط الإقتصادى بالإيجاب، فقد جعل من الهيئة العامة لسوق المال الرقيب على تنفيذ الشركات لهذه الواجبات، وقد نص القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على العقوبات المترتبة على مخالفة قانون سوق رأس المال أو اللائحة التنفيذية له فى باب خاص، هو الباب السادس منه، وتراوحت العقوبات فى نصوص هذا الباب ما بين الحبس لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو الغرامة التى لا تقل عن خمسين ألف جنيه، أو أحد العقوبتين، فى حالات التزوير وطرح أوراق مالية أو تلقى أموالاً بالمخالفة لأحكام هذا القانون، أو عمل على قيد سعر غير حقيقى أو عملية صورية، أو المحاولة بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق،وبين الغرامة التى لا تقل عن خمسة آلاف جنيه لكل من يتصرف فى أوراق مالية على خلاف القواعد المقررة فى هذا القانون(١)، وبغرامة لا تقل عن ألفين جنيه لكل من يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها فى اللائحة التنفيذية لهذا القانون، وفى كل الحالات السابقة يجوز الحكم بالحرمان من مزاولة المهنة، أو حظر النشاط الذى وقعت الجريمة بمناسبته وذلك لمدة لا تزيد على ثلاثة سنوات.

ومما هو جدير بالذكر أن المادة ٦٨ جعلت المسئولية على عاتق المسئول عن الإدارة الفعلية بالشركة، وتكون أموال الشركة ضامنة فى جميع الأحوال للوفاء بما يحكم به من غرامات مالية، وفضلاً عن الرقابة العامة المفروضة على شركات السمسرة من الهيئة العامة لسوق المال

---

(١) القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، الباب السادس، المواد من ٦٣ حتى ٦٩ .

فهناك رقابة أخرى فرضها المشرع على أداء شركات السمسرة من أطراف متعددة، وهذا هو أحد الأسباب التى أدت بالمشرع إلى إدخال شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية إلى دائرة شركات الأموال، ونعرض فى إيجاز للأهداف التى أدت بالمشرع إلى إدخالها إلى دائرة شركات الأموال، ثم نتناول الرقابة على أداء هذه الشركات من طرف مراجعى ومراقبى الحسابات المسجلين لدى الهيئة العامة لسوق المال.

● الأهداف التى أدت بالمشرع إلى إشتراط أن تكون شركات السمسرة شركة مساهمة أو توصية بالأسهم)شركات أموال):

١- توفير الحد الأدنى من رأسمال الأسهم (رأسمال الحصص) اللازم لإدارة نشاط هذه الشركات.

٢- فصل الملكية عن الإدارة،وإدارة الشركة من خلال فريق إدارى متخصص ومدرب على إتخاذ القرار.

٣- رقابة المساهمين أصحاب الحصص على أداء الإدارة من خلال الجمعية العامة العادية، وضمان الرقابة بشكل أكثر قانونية فى حالة إجراء تعديلات أو تغييرات جذرية فى الهيكلة التمويلية أو التنظيمية أو القانونية أو الإدارية للشركة من خلال الجمعية العامة غير العادية.

٤- رقابة مراجع الحسابات الخارجى الممثل لمصالح المساهمين والمسئول أمامهم فى الدفاع عن مصالحهم.

٥- رقابة متعددة الأطراف من خلال الهيئة العامة لسوق المال، هيئة الإستثمار، ووزارة المالية وكافة الإدارات والأجهزة الرقابية الأخرى فى المجتمع الإقتصادى[1].

ولقد شدد القانون على عملية المراجعة والرقابة الخبارجية على أداء شركات السمسرة وتداول الأسهم، حيث أوكل عملية الرقابة

---

(١) د. محمد العمروسى محمد ، إقتصاد المعلومات ، الجمعية السياسية للإقتصاد السياسى والتشريع، سنة ١٩٩٨، رقم تسجيل ٧٧٩٢، ص ٢٢٢ .

الخارجية للمكاتب المهنية المتخصصة والمسجلة فقط لدى الهيئة العامة لسوق المال، ومن أهم الأنشطة التى تمارسها شركات السمسرة وتخضع لرقابة هذه المكاتب ما يلى: -

١- إلتزام شركة السمسرة بأصول وأداب المهنة، وعدم مباشرتها لأى أداء يخل بالأداء المهنى لتحقيق منفعة شخصية للشركة على حساب المتداولين أو حساب الوحدة موضوع التداول.

٢- إلتزام شركة السمسرة بإمساك مجموعات الدفاتر النظامية التى نص عليها القانون فى هذا الشأن.

٣- إلتزام شركة السمسرة بالإشتراك فى شبكة المعلومات المغلقة مع كل من إدارة سوق المال، وشركات السمسرة الآخرى،والوحدات الاقتصادية موضوع التداول،لبث وإستقبال كل تحركات الأوراق المالية المتداولة.

٤- مراقبة الإيرادات المحققة لشركات السمسرة من عمليات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة لحساب العملاء.

٥- مراقبة إلتزام شركة السمسرة بسداد قيمة الأوراق المالية التى تم بيعها لمصلحة

العملاء بعد إستقطاع قيمة العمولة المتفق عليها .

٦- مراقبة مصروفات شركة السمسرة المستحقة والمدفوعة وإرتباطها بالنشاط الفعلى للشركة.

٧- مراقبة النظام المحاسبى لنشاط الشركة،ومدى إلتزامها بمبادئ وأصول المحاسبة المرعية.

٨- مراقبة مدى إلتزام الشركة بالقواعد المنظمة لها طبقًا للقانون الذى ينظم نشاطها[١].

---

(١) د. محمد العمروسى محمد ، إقتصاد المعلومات ، مرجع سبق ذكره، ص ٢٢٠.

• الدور المنشود لشركات الوساطة (السمسرة) فى النهوض بالبورصة:

مما تقدم يتضح لنا أن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال قد أوجب أن تحل شركات السمسرة محل السماسرة فى بيع وشراء الأوراق المالية داخل البورصة،وقد أعد المشرع هذه الشركات للإضطلاع بهذا الدور لتواكب التقدم العالمى فى أسواق رأس المال والذى يتطلب تطوير أدوات هذه الأسواق،فقد وضع شروطًا لقبول هذه الشركات فى البورصة وحدد المسئوليات الملقاه على عاتقها وعمل على توفير الرقابة الشديدة عليها من عدة جهات،وقد أراد المشرع بقصر التداول على شركات السمسرة دون غيرها حماية المستثمرين وإكتساب ثقتهم،إذ لا يتوافر للسمسار الفرد الإمكانيات الفنية والمالية أو الضمانات اللازمة لهذه المرحلة من مراحل التقدم على مستوى العالم، وحتى لا يقع المستثمرون فريسة لإستغلال المضاربين المحترفين، وقد أوجب المشرع على شركات السمسرة أن تتوافر فيها الملاءة والخبرة فى أعمال البورصة، كما أوجب أن تتوافر لدى العاملين فيها ما يسمى بأخلاقيات المهنة بالإضافة إلى التخصص والعلم بأصول أسواق الأوراق المالية،كما أن قصر التعامل فى الأوراق المالية على هؤلاء المتخصصين يشكل ضمانًا لحسن سير سوق الأوراق المالية وحمايته، وتوحيد القواعد السائدة فيه مع توفير الثقة والأمان للمستثمرين، بما يؤدى إلى تشجيع تداول الأوراق المالية وما يتبعه من تنشيط لبورصة الأوراق المالية بعد أن أصابها الركود والكساد لفترة طويلة، ويكتسب هذا التحول أهمية كبيرة فى الوقت الحاضر وذلك بعد أن بدأت الدولة تبنى سياسة خصخصة شركات القطاع العام، وما يستتبع ذلك من إزدياد تداول الأوراق المالية وتنشيط لبورصة الأوراق المالية[1]، وحتى يمكن جذب ثروات المصريين والأجانب إلى أسواق الأوراق المصرية فنحن مضطرون إلى ملاحقة

---

(١) د. صلاح أمين أبو طالب: دور شركات السمسرة فى بيع الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٩ .

التطور العالمى فى مجال الأوراق المالية،فالأسواق صارت صناعة كبرى نتيجة للطفرات المتلاحقة فى أدوات الإتصال وأشكال التعامل، خصوصًا وأن القيم المنقولة ثروات سريعة الحركة وتستجيب للمغريات والحوافز وتنفر من القيود والأعباء،وهى ثروة تتنافس عليها مختلف المراكز المالية فى العالم، ولتوظيف الأموال فى بورصات الأوراق المالية يفترض القيام بدراسات إقتصادية ومالية عميقة،ذلك أن الإستثمار الذى يتم إعتمادًا على المصادفة أو المجازفة قد ينقلب إلى خسارة فادحة[1].

ومما يساعد المدخر على التعرف على أحوال الشركات المصدرة للأوراق المالية أن هذه الشركات تقوم بنشر مجموعة من البيانات المتعلقة بمركزها المالى ونشاطها فى قوائمها المالية، ويمكن لشركات السمسرة إعتمادًا على هذه البيانات أن تقدم النصائح حول مدى ملاءمة شراء أو بيع صكوك شركة معينة بما يساهم فى النهوض بحركة رؤوس الأموال وجذبها للإستثمار فى البورصة، وبما يؤدى إلى دعم البورصة وتنشيطها.

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص ٢٠٨ .

الفصل الرابع
سلوك المستثمرين فى الأوراق المالية ودوره فى التأثير على أداء البورصة

يختلف سلوك المستثمرين فى الأوراق المالية بإختلاف أهدافهم وتختلف هذه الأهداف بإختلاف ظروفهم الإقتصادية والإجتماعية والثقافية،ومع تعدد وتنوع سلوك المستثمرين فقد تظهر بعض المشكلات فى التعاملات فى البورصة، وقد يتأثر أداء البورصة بهذه المشكلات بالسلب، وقد يؤدى سلوك المستثمرين السوى إلى التأثير على أداء البورصة بالإيجاب.

وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى ما يلى:

المبحث الأول: تعدد وإختلاف أهداف المستثمرين فى الأوراق المالية.

المبحث الثانى: تأكد أداء البورصة بسلوك المستثمرين.

المبحث الأول
تعدد واختلاف أهداف المستثمرين في الأوراق المالية

تختلف أهداف المستثمرين فى الأوراق المالية بإختلاف ظروفهم الإقتصادية والإجتماعية والثقافية، فالمستثمر ذو الدخل المحدود الذى يعتمد إعتمادًا رئيسيًا على مصدر واحد لدخل ثابت أو شبه ثابت بحاجة إلى تجنب المخاطر فى إستثماره،لذلك فهو يحدد الورقة المالية ذات العائد المضمون كالسندات أو الأسهم الجيدة التى تتمتع بصفات الربحية المناسبة،والنمو المستمر، وإستقرار أسعارها فى البورصة، كذلك الحال بالنسبة للمستثمر ذى الحالة الإجتماعية البسيطة، أما إذا كان المستثمر من الأشخاص ذوى مصادر الدخل المتنوعة والحالة الإجتماعية الميسرة ويريد إستثمار هذه الأموال الفائضة لتحقيق ربح سريع أى إستثمار قصير الأجل، فهو إما أن يكون من الأشخاص الذين يقبلون على مواجهة المخاطر فيقبل على شراء أسهم الشركات التى تتوقع ربحًا عاليًا وسريعًا، أو يكون من الأشخاص الذين يتجنبون المخاطرة العالية، فهو يقبل على تنويع الإستثمارات بتشكيل محفظة قوامها شراء متنوع لسندات وأسهم الشركات الجيدة فى القطاعات الإقتصادية المختلفة، والمرشد الإستثمارى فى ذلك هو شركات الوساطة (السمسار)، أما المستثمر ذو الثقافة المالية والدراية بالشركات وأرباحها ووضعها المالى فى السوق،

فيستطيع أن يحدد ما هى الشركات التى يشترى أسهمها،وما هو التوقيت المناسب للشراء والبيع، أما قليل الثقافة فهو يسير وراء الشائعات دون إستطاعته التمييز بين الأسهم، ما ينفع منها ويحقق الربح وما يتوقع له الخسارة، فهو يسير وراء الآخرين دون أن يدرى إن كانوا على خطأ أم على صواب «فيما يسمى بنظرية القطيع فى محاولة للربح السريع»(1).

ويمكن تقسيم المستثمرين فى الأوراق المالية وفقًا لإختلاف أهدافهم الى أربعة مستثمرين:

١- مستثمرون يستهدفون الربح.

٢- مستثمرون يستهدفون النمو المتميز.

٣- مستثمرون يستهدفون النمو الدورى.

٤- مستثمرون يستهدفون النمو الديناميكى.

أولا: المستثمرون الذين يستهدفون الربح:

هم الذين يسعون إلى الحصول على دخل من وراء إستثماراتهم فى الأوراق المالية،

وتعتبر خططهم لتحقيق هذا الهدف من أبسط وأوضح الخطط، وفى سبيل تحقيق ذلك الهدف فإن المستثمر يسعى إلى تحقيق ما يلى:

أ ـ ضمان وسلامة أصل مبلغ الإستثمار.

ب ـ الحصول على عائد توزيعات أعلى من المتوسط.

ج ـ مضاعفة إستثماراته فى الفترة الطويلة.

ولذا فهو يبحث عن إختيار الأوراق المالية للشركات التى يتميز عائدها بالإستقرار والإرتفاع التدريجى، وبالتالى يقوم بالإهتمام بدراسة ماضى

---

(١) د. محمد سويلم ، الادارة المالية فى ظل الكوكبية ، دار الهانئ للطباعة سنة ١٩٩٧ ، ص ٢٥١ وما بعدها.

الشركة،وبذلك فهو لن يقدم على شراء الأوراق المالية للشركات الجديدة أو الشركات التى تقوم بإنتاج منتجات غير عادية،وعادة فإن هذا النوع من المستثمرين يتبع إستراتيجية الإحتفاظ بالأوراق المالية الخاصة به، والإكتفاء بالحصول على العائد الدورى المتمثل فى الكوبونات، ويقوم بشراء الورقة المالية عندما يزيد عائدها على عائد البنك بنسبة معقولة .

ثانيا: المستثمرون الذين يستهدفون النمو المتميز:

هم الذين يهدفون إلى تحقيق نمو سريع نسبيًا فى ثرواتهم بحيث يتم مضاعفة هذه الثروات خلال سنوات قليلة نسبيًا «حوالى خمسة سنوات»، وعلى ذلك فهم يبحثون عن الأوراق المالية التى تتميز الشركات المصدرة لها بميزتين أساسيتين:

١- الشركة التى تعتبر القائد فى مجالها وخصوصًا المجال الصناعى، والتى لها سجل موثق يوضح ويؤكد هذه السيطرة.

٢- الشركة التى تتوافر عنها بيانات مؤكدة توضح زيادة مضطردة فى عائدها وبمعدل سنوى جيد.

ولما كانت الأوراق المالية الخاصة بمثل هذه الشركات تتميز بتفضيل عال من قبل كافة المستثمرين فى الأوراق المالية ـ سواء فى ذلك الأفراد أو المؤسسات- فإن هذه الأوراق غالبًا لا تكون متوافرة للتداول إلاّ فى حالات معينة، خاصة عند حدوث إنخفاض رئيسى فى سوق المال، وعلى هذا فإن على مثل هذا المستثمر القيام بفحص يومى لمؤشرات سوق المال حتى يستطيع إنتقاء الوقت المناسب لعملية الشراء.

ومستثمرى النمو المتميز يخصصون وقتًا أكبر فى عمليات الإنتقاء وتكوين محافظهم المالية، ويشتركون مع المستثمرين الذين يستهدفون الربح فى أن كلاهما يطبق إستراتجيية الإحتفاظ بالأوراق المالية وإن إختلف المدى الزمنى لكل منهما.

ثالثا: المستثمرون الذين يستهدفون النمو الدورى:

يتمثل الهدف الأساسى لمستثمرى هذه الفئة فى تحقيق مضاعفة لثروته فى خلال مدة قصيرة نسبيًا،عامين على الأكثر، وبالتالى يبحث المستثمرون فى هذه الفئة عن تلك الأوراق المالية الخاصة بشركات ذات سمعة عالية ومعروفة جيدًا، مع تميز عائدها بالتذبذب الحاد خلال فترة قصيرة نسبيًا حوالى سنتين، وغالبًا ما تكون مثل هذه الشركات فى مرحلة النضج، وتعمل فى مجالات تتميز بالمنافسة الحادة، وتؤثر الأحوال الإقتصادية العامة بدرجة كبيرة على ربحية هذه الشركات، ولتحقيق هذا الهدف فإن مستثمر هذه الفئة يجد صعوبة أكثر من الفئتين السابق ذكرهما، فضلاً عن إحتياجه لوقت أكبر ودراسة أعمق وقرارات سريعة ودقيقة فى الإختيار والتصرف، ونوجز أهم الصعوبات التى تواجه تحقيق هذا الهدف فى النقاط الآتية:

١- أن المستثمر لابد أن يتخذ قراراته بسرعة كبيرة، وذلك يرجع إلى عدم الإستقرار الذى يتميز به موقف الإستثمار فى هذه الفئة بدرجة كبيرة.

٢- تتطلب أن يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية عندما ينخفض العائد، وعندما تكون الأخبار سيئة، وعندما يتم تخفيض أو عدم إجراء التوزيعات فى شكل كوبونات .

٣- تتطلب ضرورة أن يقوم المستثمر ببيع الأوراق المالية عندما يرتفع العائد، وعندما تكون الأخبار ممتازة وعندما تكون هناك زيادة فى التوزيعات.

٤- تتطلب ضرورة البيع عندما يصل السوق لقمته، وبغض النظر عن مستوى جودة الأوراق المالية فهذه الأوراق ليست للإحتفاظ.

رابعا: المستثمرون الذين يستهدفون النمو الديناميكى:

مستثمروا الأوراق المالية الذين يتبعون هذه الفئة يعملون على الحصول على أفضل أنواع الأوراق المالية المتاحة فى السوق، وبما

يمكنهم من تحقيق عائد كبير جدًا حوالى (٥٠٠٪) خلال مدة زمنية قصيرة لاتتعدى سنتين، إلا أن المخاطر المرتبطة بمثل هذا النوع من الأوراق المالية مرتفعة جدًا، لأن حصول أحد المستثمرين وإمتلاكه لإحدى هذه الأوراق سيكون راجعًا إلى الصدفة والحظ بدرجة أكبر من التخطيط المسبق، لأن الغالبية العظمى من المستثمرين الأفراد لا يتمكنون من تحقيق هذا العائد بسبب عدم توافر القدرة والوقت اللازم لديهم لدراسة الخصائص المميزة لهذه الأوراق، ونظرًا لهذه المخاطر فإن هذه الأهداف لا تناسب إلا نوعية خاصة من المستثمرين، الذين تتيح لهم قدراتهم المالية تحمل مثل تلك المخاطر المرتفعة،وهم أولئك الذين لديهم حجم كبير من رؤوس الأموال،وكذلك الذين تقع دخولهم فى أعلى مستوى لمجتمع معين، وهؤلاء المستثمرون يبحثون عن الإختلاف والتميز وكل ما هو غير طبيعى،وهذه الخصائص تجعل هؤلاء المستثمرين يستبعدون من دائرة إختيارهم ما يقرب من ٩٨٪ تقريبًا من الأوراق المالية المتاحة للتداول، فهؤلاء المستثمرون يبحثون عن الفرصة أو الظروف غير العادية وقد وجد أن ذلك يحدث فى أحد الحالات التالية:

١- الشركات الجديدة.

٢- المنتجات الجديدة (سلع جديدة،خدمات جديدة).

٣- عمليات السيطرة الهجومية.

٤- حالات الإعتماد المكثف على الديون لتحقيق صفقات كبيرة.

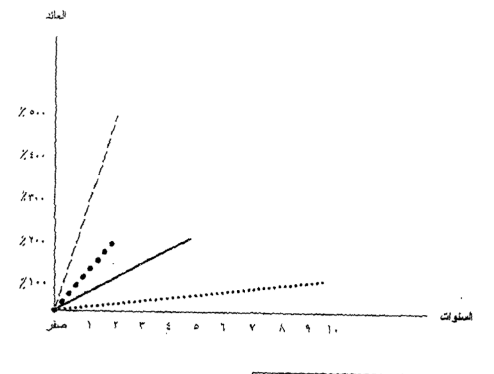
والمقصود بالشركات الجديدة هى تلك الشركات التى لم تستقر بعد فى مجال الأعمال، وبالتالى فهى فى بداية عمرها فى سوق العمل، وقد تكون شركات جديدة من حيث الفن الإنتاجى أو التكنولوجيا التى تستخدمها هذه الشركات،وغالبًا فإن هذه الشركات تكون صغيرة ولكن لديها قدرة إيرادية عالية، وبالتالى معدل عائد وإحتمالات نمو غير عادية بالمقارنة بالشركات الكبيرة.

وفيما يتعلق بالمنتجات الجديدة فلعل المثال الخاص بشركة زيروكس يعتبر أفضل دليل على ما يمكن أن تحققه المنتجات الجديدة من معدلات نمو وربحية غير عادية،فقد كانت الشركة تمارس نشاطها كشركة عادية لمدة ستة وعشرون عامًا إلى أن طورت آلات التصوير (النسخ) الخاصة بها والمعروفة بإسمها فأصبحت أسهمها من الأسهم الغير عادية فى سوق المال.

أما السيطرة الهجومية فهى تحقق للشركة نموًا يفوق المعدلات الطبيعية، وخاصة إذا نتج عن هذه السيطرة الهجومية تغيرًا فى الربحية للأفضل، وذلك لأن أسعار الأوراق المالية مرتبطة أساسًا بالربحية وليست بحجم الأصول، أما من حيث الإعتماد المكثف على الديون فقد أوضحت تجربة إحدى شركات الأوراق والتى كن متوسط مبيعاتها لا يتعدى ١٤ مليون دولار أن الإعتماد على الديون بشكل مكثف يمكن أن يحقق معدلات نمو غير عادية،فقد قامت هذه الشركة الصغيرة بشراء إحدى الشركات الضخمة وقد إقترضت هذه الشركة الصغيرة لإتمام هذه الصفقة مبلغ ٢٠٠ مليون دولار من البنوك وشركات التأمين وعندما برهنت هذه العملية على أنها ناجحة إرتفعت أسهم الشركة المشتريه بنسبة ١٠٠٠٪ خلال عامين فقط(١).

(١) د. محمد سويلم ، الإدارة المالية فى ظل الكوكبية ، مرجع سالف الذكر ، ص ٢٥٤ .

وفيما يلى توضيح بيانى للتقسيمات الأربعة لأهداف المستثمرين المختلفة فى الأوراق المالية:-



(تصنيف أهداف المستثمرين في الأوراق المالية)

المبحث الثانى
تأثر أداء البورصة بسلوك المستثمرين

إذا كانت أهداف المستثمرين تتعدد وتختلف بالنسبة للإستثمار فى البورصة، فإن سلوكهم لتحقيق هذه الأهداف تختلف بالضرورة وتتنوع، كما تؤثر فى البورصة بدرجات متفاوتة، وسنعرض فيما يلى بعض نماذج من سلوك المستثمرين ومدى تأثر البورصة بها.

أولا: المضاربات فى البورصة:

الأصل أن التعامل فى الأوراق المالية يكون بغرض الحصول على العائد المتوقع ربحًا للسهم أو فائدة للسند، ولكن هناك الربح الرأسمالى والذى تسعى إلى تحقيقه بعض الفئات سواء من الأفراد أو الجهات المتعاملة فى الأوراق المالية وتقصد من الشراء إنتهاز فرصة إرتفاع الأسعار، فتبيع وتحصل على الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء،لدرجة أنه وجدت فئة متخصصة فى ذلك يطلق عليهم المضاربون فى البورصة،والمضاربة بهذا المعنى تعنى شراء وبيع الأوراق المالية إعتمادًا على توقعات تقلبات الأسعار، والحصول على فروق هذه الأسعار كربح، وهو سلوك لا شبهة فيه[1]، ولكن لمحاولة زيادة الربحية من المضاربة

(١) د. محمد عبد الحليم عمر-أزمة البورصات العالمية، مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامى بجامعة الأزهر-سلسلة المنتدى الإقتصادى-المنتدى رقم ٣، ٢٢ نوفمبر، سنة ١٩٩٧، ص ٦٦ وما بعدها.

فقد صاحبها بعض السمات والسلوكيات المؤثرة بالسلب على البورصة منها ما يلى:

١- إستمرارية الشراء والبيع على نفس الأسهم وبمعدل دوران كبير فى وقت قصير حتى يحصل المضاربون فى كل دورة على ربح مما يعظم منافعهم، وهو ما يضر بالمتعاملين الآخرين فى الأوراق المالية، مما دفع بعض المتخصصين والخبراء إلى المناداة بالعمل على تقليل المتاجرة قصيرة المدى بالأوراق المالية والتى توحى بالمقامرة،وذلك بإستخدام النظام الضريبى،عن طريق فرض ضرائب على الربح الرأسمالى المتحقق من شراء وبيع الأوراق المالية فى فترة قصيرة[١]. وهو ما يحدث فى أمريكا حيث تفرض ضرائب بنسبة ٣٠٪ من الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية التى تباع قبل مرور ثلاثة أشهر على شرائها، ويرى الباحث أن هذا الأمر قد لا يكون ملائمًا بالنسبة لسوق الأوراق المالية المصرية والتى تحررت أخيرًا من الضرائب على الأرباح الرأسمالية حتى تكون بورصة جاذبة للإستثمارات المحلية والأجنبية.

٢ ـ تعمد التأثير على الأسعار لتزيد بزيادة الطلب ولو بشكل صورى وبإتباع الممارسات غير الأخلاقية من إستغلال ثقة المتعاملين والإحتكار، فالمضاربون يحصلون على الربح من تقلب الأسعار بإستمرار،وبالطبع فإن التقلب الناتج عن تغير فى قيمة ما تمثله الورقة من حق لا يتأتى بالسرعة المطلوبة للمضاربين، فيتبعون أساليب غير مشروعة للتأثير على الأسعار لسرعة تقلبها وزيادة الربح لهم، فى حين أن تقلبات الأسعار بشكل غير طبيعى تولد موجات من التفاؤل والتشاؤم لدى باقى المستثمرين،مما يؤدى إلى التأثير السلبى على الإقتصاد الحقيقى وبالتالى يمثل أكبر الضرر للنطاق المؤسسى الحالى للبورصات[٢]، وهو ما دفع بعض الدول

---

(١) د. محمد على القرى ، نحو سوق مالية إسلامية (بحث منشور بمجلة الدراسات الإقتصادية) ـ المعهد الإسلامى للبحوث بجدة، ديسمبر سنة ١٩٩٣م ، ص ١٨ .

(٢) موريس آلية ، الشروط النقدية لإقتصاد الأسواق "الناشر المعهد الاسلامى للبحوث والتدريب بجدة، سنة١٩٩٣، ص٣٥

إلى فرض بعض القيود على تحركات الأسعار بشكل سريع يساعد على المقامرة مثل اليابان التى لا تسمح بإرتفاع سعر السهم بما يزيد عن ١٠٪ خلال يوم واحد،ومصر التى لا تسمح بإرتفاع أو إنخفاض سعر السهم فى اليوم بما يزيد عن ٥٪[١].

٣- التعامل بكميات كبيرة تسمح بالحصول على ربح كبير، والتحكم فى الأسعار لصالحهم وبذلك يسعى المضاربون إلى الإحتكار والتواطؤ بين كبار المتعاملين منهم ليعمل السوق لصالحهم،وهذا أمر ضار بالبورصة، ويؤكد ذلك ما تتبعه بعض الدول من وضع قيود لمنع ذلك مثل تحديد نسبة كحد أقصى لما يمكن أن تملكه جهة واحدة من أسهم، حتى لا تكون لديها المقدرة على التلاعب فى السوق لصالحها والإضرار به.

ثانيا: عدم وعى المستثمرين بالتعامل فى بورصة الأوراق المالية:

يؤدى عدم معرفة المستثمرين بأصول المعاملات بهذه السوق الى أكبر الضرر بهم وبالبورصة فى ذات الوقت، ذلك أن عدم الوعى يعد من الأسباب الرئيسية لتراجع الإستثمار فى البورصة نتيجة تأثر صغار المستثمرين ببعضهم، وأيضًا بالمستثمرين الأجانب وخروجهم من السوق، مما يؤدى إلى خروج معظم صغار المستثمرين من السوق المصرى ببيعهم الأوراق المالية التى فى حوزتهم بمجرد إنخفاض السعر[٢]، ويطلق على هذا التصرف «سياسة القطيع» فقد يؤثر فى رأى المستثمر إشاعة أطلقها بعض المستثمرين ناتجة عن التخمين،أو مقالة أو خطبة سياسية أو حديث تليفزيونى أو نتيجة عدم رؤية صائبة لبعض مدعى الخبرة، وهنا يتحول المستثمر إلى مضارب، فإذا كانت الإشاعة أن الأسعار ستنخفض أكثر فيقوم بالبيع، أو سترتفع فيقوم بالشراء، مما يؤثر هذا السلوك فى

---

(١) وإن كانت هناك بعض المحاولات لتخفيف هذه القيود على الأسهم النشيطة فى البورصة المصرية.

(٢) د. سامح الترجمان ، تقرير رئيس البورصة عن أسباب تراجع البورصة ، مجلة أخبار المال والاقتصاد، العدد الخامس، نوفمبر سنة ٢٠٠١، ص ١٩٠ .

تحديد السعر العادل والحقيقى للسهم وبما يؤثر على باقى المستثمرين فى البورصة، إلا أن هناك بعض الخطوات التى تجنب هؤلاء المستثمرين التعامل فى الأوراق المالية بشكل عشوائى أو بنظام الصدفة والتخمين ويمكن عرض أهمها فى الآتى:

١ - الإستثمار فى الأوراق المالية عن طريق صناديق الإستثمار: وصندوق الإستثمار هو عبارة عن وعاء مالى يملكه آلاف المستثمرين، ويكون رأس مال الصندوق عدة ملايين من الجنيهات،ويدار بواسطة متخصصين يقومون بعمل الدراسات والأبحاث عن أفضل الشركات والمؤسسات التى يمكن الإستثمار بها لضمان أفضل عائد، وهى وسيلة أكثر مناسبة لصغار المستثمرين بإعتبار أن الصندوق يحتوى على العديد من الأسهم والسندات، وبالتالى يحصل المساهم فى الصندوق على ميزة «التنويع»وما يصاحبها من مخاطرة أقل نسبيًا، وهى ميزة لا يمكن الحصول عليها عن طريق الإستثمار المباشر فى البورصة إلا بإستثمار مبالغ كبيرة،ويتخذ هؤلاء المتخصصون قرار الشراء أو البيع للعديد من الأسهم والسندات ووضعها فى محفظة واحدة،وتتميز هذه الطريقة بأنها تمكن المستثمر من إستثمار مبالغ قليلة قد تبدأ من ٥٠٠ جنيهًا، كما أنها تتمتع بنسبة سيولة عالية تسمح ببيع الوثائق وتحويلها لنقود بناء على الشروط الخاصة بالصندوق[١]، كما أن متوسط عائد المحفظة غالبًا ما يكون أعلى من أى إستثمار فردى واحد، أو ربما أعلى من متوسط الإستثمار فى السوق ككل فى حالة توزيع الأموال المتاحة للإستثمار على مكونات المحفظة بطريقة مثلى[٢].

٢- إتباع أسس التعامل السليم لشراء وبيع الأوراق المالية: وذلك بضرورة الإلمام بالمعلومات التى تمكنه من إتخاذ القرار السليم، من حيث الشركة

---

(١) د. أمين السيد أحمد لطفى، أساسيات الإستثمار فى البورصة، مجلة المال والإقتصاد، العدد الثالث، سبتمبر سنة ٢٠٠١، ص ١٩٨ .

(٢) د. سعيد توفيق عبيد ، الإستثمار فى الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٩٩، ص ٥٠٩ .

أو الشركات التى يستثمر فيها ،ونوع الأوراق المالية،وتوقيت الإستثمار، ونسب المبالغ المستثمرة فى كل نوع من الأوراق المالية، وتمثل المعلومات حلقة الربط بين المستثمر وبيئة الإستثمار، وعلى قدر تفاعله مع هذه المعلومات وإستيعابه لها على قدر ما يكون قراره سليمًا .

ومن أهم المعلومات التى يحتاج إليها المستثمر من سماسرة الأوراق المالية ـ وهم أهم مصدر بالنسبة له ـ المعلومات التى تساعده على التنبؤ بالأرباح والتوزيعات المستقبلية مثل بنود الأرباح والخسائر، ومتوسط عائد السهم،والتدفقات المالية الحالية والتنبؤ بالمستقبلية، وإجمالى الإيراد من المبيعات، وصافى الدخل، وتحليل الإيرادات حسب نوع المنتجات،وإجمالى الأصول والإلتزامات.[1]، وتعتبر المعلومات التى يتم الإفصاح عنها فى القوائم المالية من أهم المعلومات التى تفيد المستثمرين، ومن أهم القوائم المالية التى تحتوى على معلومات،قائمة الدخل، إذ تفيد المعلومات المنشورة فيها فى تقييم عوائد الأسهم، وقائمة التدفقات المالية والتى تفيد المعلومات المنشورة فيها فى تقييم أداء الشركات عند توجيه الإستثمارات إليها .

وغالبًا ما يلجأ المستثمر الفرد إذا ما أراد إتباع أسس التعامل السليم فى الأوراق المالية، إلى السماسرة والذين يقدمون النصيحة له والمشورة وإلى إدارات أمناء الأستثمار فى البنوك والمحللين الماليين فى الشركات المتخصصة، وقد أحست الأجهزة المسئولة عن البورصة بخطورة عدم وعى المستثمر وتأثر أداء البورصة بسلوك المستثمرين، فبادرت بمحاولة تعميق الوعى الإستثمارى لدى المتعاملين بالسوق.

- **دور الهيئة العامة لسوق المال فى تفعيل جانب تنمية الوعى لدى المستثمرين:**

وقد عملت الهيئة العامة لسوق المال مؤخرًا على تفعيل هذا الجانب من خلال العديد من الأنشطة التى تتمثل فيما يلى:

---

(١) د. ثناء محمد طعيمة ، بورصة الأوراق المالية ، التحليل التقييم-دليل المستثمر، كتبة كلية التجارة بينها ، سنة ٢٠٠١، ص١٤١، ١٤٢ .

١- **توزيع كتيبات ومطبوعات عن سوق رأس المال:** فقد قامت الهيئة العامة لسوق المال بالتعاون مع الجمعية المصرية للأوراق المالية بتطوير بعض النشرات المتخصصة عن سوق رأس المال، ومناخ الإستثمار الخاص به، ونشر وتوزيع هذه المطبوعات وتوجيهها إلى المستثمرين والجمهور، لمعرفة الحقوق والواجبات وماهية الإجراءات التى تتبع فى مواجهة المشاكل أو فى الإستفسار عن أى معلومة معينة، ومن أمثلة المطبوعات التى تم توزيعها على الجمهور ما يلى: مقدمة عن الإستثمار فى سوق المال بمصر،وكيف تستعد للإستثمار،وكيف تختار أدوات الإستثمار،وكيف تدير أستثماراتك، ودليل حقوق الأقلية من حملة الأسهم.

٢- **تدريب الصحفيين داخليا وخارجيا:** فقد أهتمت الهيئة بالتنسيق مع مشروع تنمية الأسواق المالية والمنظمات المالية الأخرى بإعداد برامج لتنمية وتطوير مهارات الصحفيين والإعلاميين فى مجال الأستثمار والأسواق المالية، وكيفية الحصول على المعلومات المالية الهامة من المصادر المتخصصة، كالمؤتمرات الصحفية وورش العمل المصممة خصيصًا لهم، وذلك بهدف تحفيز الصحفيين على زيادة الوعى الإستثمارى لدى الجمهور عن البورصة، وكيفية الإستثمار فيها مع زيادة قدرة المستثمر على إتخاذ قراراته الإستثمارية الصحيحة(١).

٣- **عقد الندوات وتنظيم ورش العمل:** قامت الهيئة عام ٢٠٠١ بتنظيم مجموعة من الندوات والمؤتمرات للمساهمة فى نشر الوعى الإستثمارى من خلال الأسواق المالية وزيادة قدرة الجمهور والمستثمرين على فهم وإستيعاب سوق الأوراق المالية، ومواكبة المجريات والتغيرات الإقتصادية الجارية،وقد حرصت الهيئة على

---

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى، سنة ٢٠٠١ ، ص ٤٩ وما بعدها.

حضور العاملين بالقطاعات الإقتصادية الهامة فى الدولة لهذه الندوات وجلب الخبراء والمستشارين والمحللين الماليين المصريين، والأجانب لإدارة هذه الندوات، لدعم الثقة فى المعلومات والبيانات المستمدة منها، ولمساعدة المستثمرين والجمهور على إتخاذ قراراتهم الإستثمارية،وذلك على أسس علمية مطابقة للواقع الحالى للسوق، ومن أمثلة الندوات التى عقدت ما يلى : (ندوة المنتدى الصحفى لسوق المال بعنوان حقوق الأقلية من حملة الأسهم،ندوة عن دور ومسئوليات المراقب الداخلى لشركات السمسرة،ندوة عن خطط الحكومة لخصخصة وتحرير شركات قطاع الكهرباء).

٤- **إعداد مقترح ببحث إمكانية بث برامج متخصصة فى أجهزة الاعلام:** فقد قامت الهيئة بإعداد وتصميم خطة لتفعيل دور أجهزة الإعلام فى إنجاح وتنشيط بورصة الأوراق المالية، وزيادة وتوعية الجمهور وإعلامه برسالة سوق رأس المال والتطورات التى تطرأ عليه أولاً بأول، لما لهذا النشاط من فاعلية فى توصيل المعلومات بشكل بسيط ومباشر وما يتميز به من إنتشار سريع[1].

ثالثا: وجود بعض حالات الغش والتلاعب من بعض المستثمرين:

- تتعدد حالات الغش والتلاعب، بالإضافة إلى بيانات الإفصاح المضللة فى المعلومات الظاهرة فى القوائم المالية المعروضة، بحيث تستخدم لتهيئة مناخ معين يؤثر فى عمليات البيع أو الشراء لأسهم شركات معينة، وتؤدى ظهور عمليات الغش هذه إلى إحجام المتعاملين وتخارجهم من البورصة بما يؤدى إلى التأثير المباشر على سوق الأوراق المالية بالسلب، ومما هو جدير بالذكر أن هذه التلاعبات والغش فى حقيقتها ليست نتيجة إشاعات مغرضة فقط ولكنها فى أغلبها أخطاء متعمدة سواء من المسئولين الماليين بالشركات، أو من جهات ذات صلة

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى ، سنة ٢٠٠١ .

بهذه المعاملات المالية، والتلاعب يتم إما عن طريق بعض السماسرة وشركات السمسرة أو عن طريق عرض قوائم مالية غير حقيقية وقد يشترك معها مراقب الحسابات، وتكون عمليات الغش فى أوضح صورها عندما يتفق السمسار أو شركة السمسرة مع سماسرة أو شركات سمسرة أخرى على إجراء عمليات بقصد رفع أو خفض سعر أحد الأسهم بشكل متكرر، حتى يتمكنوا من تحقيق أرباح خاصة لهم، وساعد على ذلك إستعمال الحاسب الآلى دون وضع نظام دقيق للمراقبة، مما يؤدى إلى إدخال معاملات وهمية كمدخلات للحاسب الآلى ضمن مجموعة من العمليات الحقيقية بالبورصة، ومن حالات الغش أيضًا قيام شركة السمسرة بتسجيل أوامر شراء أو بيع وهمية أو بإجراء عمليات صورية تظهر على شاشة التداول بغرض إيهام السوق بوجود نشاط على أسهم محددة، وتحديد إتجاه صعودى للسعر أو العكس، وقد بلغ عدد هذه الممارسات ٥٠ حالة خلال عام ٢٠٠١ فقط[1]، وقد تقوم الشركة باتباع سياسة من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها والإخلال بحقوقهم وإجراء تعاملات على حساباتهم دون صدور أوامر منهم،أو تقوم بإستخدام أساليب تنطوى على الغش والتدليس فى أعمالها وإنشاء حسابات وهمية للتعامل من خلالها.

وقد تتعامل الشركة أو المديرين أو العاملين بها على أوراق مالية توفرت لديهم معلومات بشأنها، أو بيانات عنها غير معلنة فى السوق أو غير متاحة لسائر المتعاملين وقد بلغت ٧ حالات فى نفس العام ٢٠٠١ .

كما تتمثل عمليات غش أخرى فى أن يستخدم السماسرة التوكيلات الممنوحة لهم من بعض عملائهم فى إجراء الكثير من عمليات البيع والشراء غير التى حصلوا من أجلها على التوكيل وتتم لحسابهم الخاص، كما أن بعض المنشآت - عند طرح أسهم أو سندات جديدة - تقوم بنشر

(١) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى، سنة ٢٠٠١، ص ٤٩ وما بعدها.

معلومات مالية للإفصاح عن الوضع المالى للشركة تتضمن معلومات غير حقيقية مما يؤدى إلى أن تطرح هذه الأوراق المالية بسعر يفوق القيمة الحقيقية للورقة المالية،وقد يشترك معها البنك الضامن للإكتتاب فى عرض بيانات إيضاحية غير دقيقة بغرض تشجيع عملية الإكتتاب وشراء الأسهم والسندات، مما يدفع العديد من المستثمرين حسنى النية إلى تكبد خسائر كبيرة فى رأس المال عند ما يتبين لهم السعر الحقيقى للسهم بعد نزوله للتداول فى البورصة.

وقد أدى ذلك إلى خروج المستثمر الصغير من البورصة بعد خسارة جانب كبير من إستثماراته فضلا عن خوف الكثير من المستثمرين من الدخول للإستثمار فى البورصة، مع وجود مثل هذه الحالات والسلوكيات من جانب بعض المستثمرين والمتعاملين فى الأوراق المالية، مما أثر تأثيرًا مباشرًا على البورصة وعلى حركة التداول فيها، وأدى إلى الركود والإنخفاض المتوالى فى الأسعار لفترات طويلة، إلا أن إدارة البورصة والهيئة العامة لسوق المال فى سبيلهما لتدارك هذا القصور، بعد وضع الكثير من الضوابط مع تطبيق العقوبات الرادعة على حالات التلاعب والتحايل وإستخدام الأساليب غير الأخلاقية فى التعامل فى البورصة، ويعد التفتيش الدورى والمفاجئ على الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية أحد الوسائل الفعالة للتحقق من إلتزام الشركات بأحكام القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذًا لهما، وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بإعداد برنامج التفتيش الدورى لكل عام بحيث يتم تنفيذه من خلال لجان التفتيش المتخصصة طبقا لمواعيد إجراء التفتيش، وإعداد التقارير بالنتائج، وإتخاذ الاجراءات التى تعقب التفتيش، وعلى سبيل المثال،فقد تم خلال عام ٢٠٠١ التفتيش على ٤٧ شركة عاملة فى مجال الأوراق المالية منها ٣٩ شركة سمسرة و٦ شركات إدارة

محافظ وشركة واحدة مدير إستثمار وصندوق إستثمار.

وقد أسفرت جهود الهيئة فى إطار دورها الرقابى على سوق رأس المال خلال هذا العام عن إغلاق شركتين تبين ممارستها للنشاط بدون ترخيص، بينما تم إلغاء ترخيص سبع شركات، كما تم ايقاف نشاط ١٩ شركة لفترات تراوحت بين أسبوع وثلاثين يوما، وبلغت حالات منع مزاولة النشاط لفترات تراوحت بين شهرين وستة أشهر، بالإضافة إلى الحظر المطلق لمزاولة النشاط تطبيقًا للمادة ٣١ من القانون على سبعة حالات، بالإضافة إلى فرض زيادة التأمين على شركتين،أما فيما يتعلق بمنفذى شركات السمسرة فى الأوراق المالية فقد صدر قرار رئيس الهيئة بإيقاف خمسة منفذين بالإضافة الى شطب إثنين،وقد تم التنبيه على الشركات المشكو فى حقها لعدد ١٨٢ حالة بمراعاة أحكام القانون ولائحته.

وقد أحالت الهيئة تسعة وسبعون بلاغًا الى النيابة العامة التى قامت بإحالة بعضها إلى المحاكم، وقد بلغ عدد المشكو فى حقهم خمسة أفراد وصدرت أحكام بالحبس مع الشغل وغرامة مالية وحظر مزاولة المهنة، بينما بلغ عدد الذين صدرت ضدهم أحكام بالغرامة ٣٥ متهمًا، وحصل على البراءة ثلاثة أفراد بينما مازالت ٣٧ قضية منظورة أمام القضاء(١).

من ذلك يتضح أن الرقابة اللاحقة لممارسات الشركات هى المكمل للدور الرقابى الذى تضطلع به الهيئة العامة لسوق المال،ويتمثل ذلك فى تلقى الشكاوى والتحقيق ثم التصرف فيها بما يتوائم مع قانون سوق رأس المال، بما يؤدى إلى زيادة ثقة المستثمرين فى البورصة والقائمين عليها، وزيادة جذب رؤوس الأموال وبالتالى تنشيط البورصة والإقتصاد المصرى ككل.

---

(١) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١، ص ٣٠ وما بعدها.

قائمة المراجع

(أ) الكتب:

د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية فى القانون الكويتى المقارن، دار الفكر العربى، سنة ١٩٧٨م.

د. أحمد على جبر، السلوك التنظيمى ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، سنة ١٩٩٥م.

د. أحمد محمد غنيم ، أصول الإدارة ، جامعة المنصورة ، مكتبة كلية التجارة، سنة ١٩٩٦م.

د. السعيد فرحات ، **د. ناجى خشبة**، إدارة المنشآت المالية ، دار أم القرى بالمنصورة، سنة ١٩٩٧م.

د. إيهاب الدسوقى، التخصيصية والإصلاح الإقتصادى فى الدول النامية،دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٥م.

د. ثناء محمد طعيمة، بورصة الأوراق المالية، التحليل ـ التقييم-دليل المستثمر، مكتبة كلية التجارة ببنها، سنة ٢٠٠١م.

د. جميل أحمد توفيق، الإستثمار وتحليل الأوراق المالية ، دار المعارف، سنة ١٩٦٣م.

د. حسام الدين عبد الغنى، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية، مكتبة كلية الحقوق ، سنة ١٩٩٤م.

د. **حسنى المصرى**، شركات الإستثمار ، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة ١٩٨١م.

د. **حسين عمر**، الجات ـ الخصخصة ـ مشكلات إقتصادية معاصرة، دار الكتاب الحديث، سنة ٢٠٠٠م.

د. **سعيد توفيق عبيد**، الإستثمار فى الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٩م.

د. **سيد الهوارى**، الإدارة المالية ، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٩٦م.

د. **صلاح أمين ابو طالب**، دور شركات السمسرة فى بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٥م.

د. **طارق عبد العال حماد**، التحليل الفنى والأساسى للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، سنة ٢٠٠٠م.

د. **عبد الفضيل محمد أحمد**، بورصات الأوراق المالية ، مكتبة الجلاء الجديدة ، بالمنصورة، سنة ١٩٨٨م.

د. **عبد الله سالم**، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم فى البورصة، مكتبة جامعة الزقازيق ، سنة ١٩٩٦م.

د. **عبد المنعم أحمد التهامى**، التمويل ـ مقدمة فى الإستثمارات والمنشآت المالية، القاهرة، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٩١م.

د. **كمال حمدى أبو الخير**، أصول الإدارة العلمية، القاهرة ، مكتبة عين شمس،سنة ١٩٧٤م.

د. **محمد البغدادى**، الإدارة العامة ـ النظرية والتطبيق ـ، مكتبة دار أم القرى بالمنصورة، سنة ١٩٩٧م.

د. **محمد العمروسى محمد**، إقتصاد المعلومات، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والتشريع، سنة ١٩٩٨م.

د. **محمد سويلم**، الإدارة المالية فى قطاع الأعمال، مطبعة النيل، سنة ١٩٩٤م.

د. **محمـد سـويلم**، الإدارة المالية فى ظل الكوكبية ، دار الهانئ للطباعة، سنة ١٩٩٧م.

د. **محمد عبد الحليم عمر**، أزمة البورصات العالمية ، مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامى بجامعة الأزهر، نوفمبر ١٩٩٧م.

د. **محمود سمير الشرقاوى**، القانون التجارى، الجزء الثانى، دار النهضة العربية، سنة١٩٨١م.

د. **محمـود صبح**، الخصخصة لمواجهة متطلبات البقاء وتحديات النمو ، القاهرة، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٩٥م.

د. **محمـود عساف**، أصول الإدارة ، القاهرة، دار النشر العربى، ١٩٧٦م.

د. **مصطفى كامل طه**، مبادئ القانون التجارى ، الإسكندرية ، مؤسسة الثقافة الجماعية، سنة ١٩٧٩م.

د. **منى قاسم**، صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين ، القاهرة ، الدار المصرية اللبنانية ، سنة ١٩٩٥م.

د. **منيـر ابراهيم هندى**، صناديق الإستثمار فى خدمة صغار وكبار المدخرين ، الإسكندرية، دار منشأة المعارف، سنة ١٩٩٤م.

موريس آليـه، الشروط النقدية لإقتصاد السواق ، الناشر المعهد الاسلامى للبحوث والتدريب، بجدة، سنة ١٩٩٣م.

د. **لطف الله امام صالح**، منظومة سوق المال المصرية، دار الكتب والوثائق القومية، رقم ى ١٤٥١٧٦، سنة ٢٠٠١ .

د. **نادر أحمد أبو شيخة**، إدارة الموارد البشرية، دار صفاء للنشر والتوزيع ـ عمان، سنة ٢٠٠٠م.

د. **نظير رياض محمد**، الإدارة المالية (قرار التمويل)، مكتبة أم القرى، المنصورة ، ١٩٩٨م.

(ب) البحوث والدوريات:

د. أحمد محمد غنيم، أثر العوامل المؤثرة فى المستوى الإدارى بالمنظمات الصناعية فى تحديد الأهمية النسبية للعوامل المؤثرة على تردد المديرين فى اتخاذ القرارات، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، كلية التجارة، المجلد الثانى عشر، العدد الخامس، سنة ١٩٨٨م.

د. أمين السيد لطفى، معايير المحاسبة والمراجعة، مجلة أخبار المال والاقتصاد، القاهرة السنة الأولى، العدد الأول ، يوليه سنة ٢٠٠١م.

د. أمين السيد لطفى، أساسيات الاستثمار فى البورصة، مجلة أخبار المال والإقتصاد القاهرة، العدد الثالث، سبتمبر سنة ٢٠٠١م.

د. أمين السيد لطفى، شبكة الإتصال ونقل المعلومات ودورها فى دعم ومساندة نظام الحفظ المركزى للأوراق المالية، مجلة المال والإقتصاد، العدد السابع، يناير سنة ٢٠٠٢م.

د. حسن عباس زكى، الإدارة ومفهوم القطاع الخاص، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، جريدة الأهرام، سنة ١٩٩٦م.

د. حسنى خليل محمد، تطور سوق المال فى مصر، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزى المصرى، مارس سنة ١٩٨٦م.

د. حمدى عبد العظيم ، ندوة القواعد الجديدة للقيد والإفصاح فى البورصة المصرية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، مركز البحوث القاهرة، أكتوبر سنة ٢٠٠٠م.

د. زياد بهاء الدين، مؤتمر مستقبل الاقتصاد المصرى فى ظل ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة ،الجمعية المصرية للأوراق المالية بالتعاون مع وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، سنة ٢٠٠١م.

د. زينب عوض الله، اداء التسعيرى والتمويلى فى البورصة ، الأهرام الإقتصادى، العدد رقم ١١٨٣، سنة١٩٩١م.

د. سامح الترجمان، تقرير رئيس البورصة عن أسباب تراجع البورصة ، مجلة أخبار المال والإقتصاد القاهرة، العدد الخامس، نوفمبر سنة ٢٠٠١م.

د. سامح الترجمان، مؤتمر مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى ، العدد السابع ، ٢٠٠٢م.

د. سامح فوزى ، المسائلة والشفافية، إشكاليات تحديث الإدارة المصرية فى عالم متغير، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية جريدة الاهرام ، سنة ١٩٩٩م.

د. سلوى غنيم، البنوك تقود البورصة ، الأهرام الإقتصادى، مجلة البورصة، عدد ١٧٣، سنة ٢٠٠٠م.

د. سيد عيسى، أسواق المال والإستثمار فى مصر، معهد الدراسات المصرفية (البنك المركزى المصرى) سنة ١٩٨٦-١٩٨٧م.

د. صلاح زين الدين، دراسة حول تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر ، مجلة روح القوانين، العدد السادس، مطبعة جامعة طنطا، سنة ١٩٩٢م.

د. صلاح زين الدين، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموى المنشود، المؤتمر العلمى الثامن عشر للإقتصاديين المصريين، ٧-٩ إبريل، سنة ١٩٩٤ .

د. عبد الفضيل محمد احمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والإقتصادية ، جامعة المنصورة، كلية الحقوق ، العدد الرابع، اكتوبر، سنة ١٩٨٨م.

لؤى على زين العابدين، الإنترنت كأداة حديثة للإفصاح فى ظل أسواق المال العالمية، مجلة أخبار المال والإقتصاد السنة الأولى، العدد السادس، سنة ٢٠٠١م.

لويس زكى سلامة، سوق الأوراق المالية ومستقبلها فى مصر، معهد الدرسات المصرفية (البنك المركزى المصرى)، سنة ١٩٧٦م.

د. **محمد البخشونجى**، سوق المال، خطة لتطوير البورصة فى الألفية الجديدة ، مجلة أخبار البنوك عدد ٢٤، سنة ٢٠٠٠م.

د. **محمد تيمور**، مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ،مجلة أخبار المال والإقتصاد، السنة الأولى، العدد السابع، يناير سنة ٢٠٠٢م.

د.**محمد رمضان محمد**، التجارة الإلكترونية، أبعادها الإقتصادية والتكنولوجية والمعلوماتية، مجلة أخبار المال والإقتصاد، السنة الأولى، العدد السادس، سنة ٢٠٠١م.

د. **محمد على القرى**، نحو سوق مالية إسلامية (بحث منشور بمجلة الدراسات الإقتصادية) ـ المعهد الإسلامى للبحوث- بجدة، ديسمبر سنة ١٩٩٣م.

د. **محمود محمد فهمى**، تطور سوق الأوراق المالية فى مصر ووسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومى القاهرة، أكتوبر سنة ١٩٨٢م.

د. **محمود محمد فهمى**، مذكرة مختصرة بأهم مزايا القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، المؤتمر الدولى لتنمية أسواق المال، سنة ١٩٨٣ .

منال فايز، نشر المعلومات ـ احتكار أم شفافية، الأهرام الاقتصادى ، مجلة البورصة المصرية عدد ١٦٠، يونيو ، سنة ٢٠٠٠ .

نهلة أبو العز، تاجر السندات أصل خبراء السوق ، الأهرام الإقتصادى، مجلة البورصة المصرية، عدد ١٦٠، يونية سنة ٢٠٠٠م.

د. **يوسف بطرس غالى**، مؤتمر مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، مجلة أخبار المال والإقتصاد، السنة الأولى ، العدد السابع ، يناير سنة ٢٠٠٢,

(ج) الرسائل العلمية:

د. أحمد محمد عبده، دور سوق الأوراق المالية فى دعم إمكانيات التنمية الإقتصادية فى مصر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، كلية التجارة ، سنة ١٩٨٨م.

رشا مصطفى مسعد، محددات الإستثمار فى أسواق رأس المال، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، رسالة ماجستير غير منشورة، سنة ١٩٨٨م.

د. عبد الحميد صديق، سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الإقتصاد القومى، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٤م.

د. عبد الغفار عباس كاظم، بعض مشكلات إستخدام التكنولوجيا فى تنمية الإقتصاد العربى، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الإقتصادوالعلوم السياسية، سنة ١٩٨١م.

محمد سامح عبد الهادى، دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الإستثمارات، رسالة ماجستير غير منشورة،جامعة المنوفية، كلية التجارة، سنة ١٩٩٥م.

نعايم سعد زغلول، إستخدام تكنولوجيا المعلومات فى إدارة الأزمات، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية،سنة ١٩٩٩م.

د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة ، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، سنة ١٩٩٧م.

(هـ) القوانين والقرارات:

القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ «بشأن إصدار اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية»، دار الكتب والوثائق القومية ، سنة ١٩٥٨م.

- القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ «بتعديل بعض أحكام القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٧٥» بشأن اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، الجريدة الرسمية)العدد رقم ٢٩ تابع ، ١٩٨١/٧/٢٢م).
- القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ «بشأن الضرائب على الدخل»، الجريدة الرسمية)العدد رقم ٣٧ تابع ،١٩٨١/٩/١٠م).
- القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ «بشأن إصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة ، الجريدة الرسمية)العدد رقم ٤٠، ١٩٨١/١٠/١).
- القانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ «بشأن إصدار قانون الإستثمار»، الجريدة الرسمية)العدد رقم ٢٩ تابع)أ) ، ١٩٨٩/٧/٢٠م).
- القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ «بشأن إصدار قانون قطاع الأعمال العام»، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٤مكرر ، ١٩٩١/٦/١٩م).
- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ «بشأن إصدار قانون سوق رأس المال»، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٥ مكرر، ١٩٩٢/٦/٢٢م).
- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ «بشأن تنظيم نشاط التأجير التمويلى»، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٢ مكرر، ١٩٩٢/٦/٢م).
- القانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٩٦ «بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية٢٪) (على عمليات بيع وشراء الأوراق المالية)، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٥ مكرر، ١٩٩٦/٦/٣٠م).
- لقانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦ «بتعديل بعض أحكام قانون الضرائب على الدخل رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ (بإضافة بند جديد ينص على إعفاء أرباح صناديق الإستثمار من الضريبة على أرباح شركات الأموال)، الجريدة الرسمية، (العدد رقم ٢٥ مكرر ، ١٩٩٦/٦/٣٠م).

- القانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ «بشأن حوافز وضمانات الاستثمار ، الجريدة الرسمية ، (العدد رقم ٩ مكرر، ١٩٩٧/٥/١١).

- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لسنة ١٩٩١ «بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٢٠٣ لسنة١٩٩١«بشأن إصدار قانون قطاع الأعمال العام»، الوقائع المصرية (العدد رقم ٢٤ مكرر، ١٩٩١/٦/١٩).

- قرار وزير الإقتصاد رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ «بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧م.

- قرار وزير الإقتصاد رقم ٨٤٦ لسنة ١٩٩٥ «بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ فى شأن التأجير التمويلى»، الوقائع المصرية (العدد رقم ٢٩١ تابع ١٩٩٥/١٢/٢١).

- قرار وزير الإقتصاد رقم ٩٣٥ لسنة ١٩٩٦ «بشأن تحديد رأس مال صناديق الإستثمار، الوقائع المصرية(العدد الأول، ١٩٩٧/١/١).

- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢١٠٨ لسنة ١٩٩٧ «بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ بشأن حوافز وضمانات الإستثمار، الوقائع المصرية» ، (العدد رقم ١٧٦ تابع ، ١٩٩٧/٨/٩).

- قرار وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٦٢٥ لسنة ٢٠٠٠ «بشأن إصدار معايير المراجعة المصرية»، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ٢٠٠١ .

---

(١) د. أمين السيد، شبكة الإتصال ونقل المعلومات ودورها فى دعم ومساندة نظام الحفظ المركزى للأوراق المالية، مجلة أخبار المال والإقتصاد، العدد السابع يناير، سنة ٢٠٠٢، ص ١٠٢.

(هـ) الإحصائيات والجداول	المصـدر
ـ الشركات المقيدة بسوق الأورق المالية فى نهاية يونيو ١٩٩٩ نهاية يونيو ٢٠٠٠ .	الهيئة العامة لسوق المال
ـ الشركات الخاضعة للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المرخص لها موزعة على الأنشطة المختلفة منذ صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى ديسمبر ٢٠٠١ .	الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى ، سنة ٢٠٠١
ـ هيكل إدارات بورصة اوراق المالية المصرية.	بورصة الأوراق المالية المصرية
ـ هيكل الجهاز المصرفى المصرى.	البنك المركزى المصرى
ـ هيكل الهيئة العامة لسوق المال والإدارات التابعة لها .	الهيئة العامة لسوق المال
ـ التوظيفات الإستثمارية لقطاع التأمين سنة ١٩٩٩ – ٢٠٠٠ .	البنك المركزى المصرى، المجلة الإقتصادية
ـ تطور حركة القيد والتداول للأوراق المالية لبورصتى القاهرة والإسكندرية سنة (١٩٨٦–٢٠٠٢).	الهيئة العامة لسوق المال، مركز المعلومات
ـ بيان بصناديق الإستثمار التى تم الترخيص لها بمزاولة النشاط فى السوق المصرية، منذ صدور اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى نهاية سنة ١٩٩٥ .	الهيئة العامة لسوق المال، الادارة العامة للمعلومات
ـ التعامل فى السندات ووثائق صناديق الإستثمار بسوق الأوراق المالية سنة ٩٨/ ١٩٩٩ ـ ٩٩/٢٠٠٠.	الهيئة العامة لسوق المال
ـ التعامل فى السندات ووثائق صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية سنة ٩٧/ ١٩٩٨ ـ / ٩٨/١٩٩٩.	الهيئة العامة لسوق المال

(هـ) تابع الإحصائيات والجداول

(هـ) تابع الإحصائيات والجداول	المصدر
- السندات المصدرة فى سوق الأوراق المالية سنة ١٩٩٤ - ٢٠٠٠ .	بورصة الأوراق المالية
- الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بالقاهرة سنة ١٩٨٥-١٩٩١.	بورصة الأوراق المالية
- تطور حجم التعامل فى بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة من سنة ١٩٥٧ : ١٩٧٦ .	معهد التخطيط القومى
- الشركات التى تم خصصتها أو تصفيتها من سنة ١٩٩٤ حتى ٢٠٠٢ .	وزارة قطاع الأعمال العام
- إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج حتى ٣١ يناير سنة ٢٠٠٢ .	بورصة الأوراق المالية المصرية
- تطور عدد الشركات المساهمة المسجلة فى البورصة (القاهرة والإسكندرية)، وكذلك رؤوس أموالها خلال الفترة من سنة (١٩٨٥ - ١٩٩٦).	البنك المركزى المصرى
- تطور حجم التعامل فى بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة من سنة ١٩٨٣ : ٢٠٠٢.	الهيئة العامة لسوق المال مركز المعلومات
- تقييم البنك الدولى لتطبيق القواعد الدولية المنظمة لإدارة الشركات فى جمهورية مصر العربية.	الهيئة العامة لسوق المال التقرير السنوى سنة ٢٠٠١

فهرس الجداول

فهرس المحتويات

مطابع الهيئة المصرية العامة للكتاب

ص. ب : ٢٣٥ الرقم البريدى : ١١٧٩٤ رمسيس

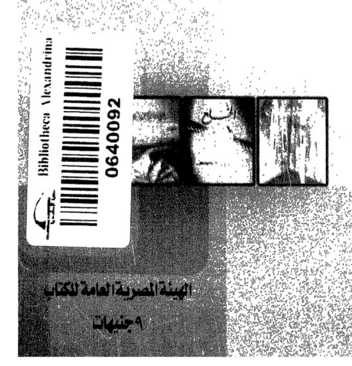
WWW. egyptianbook. org. eg

E - mail : info @egyptianbook.org. eg



بورصة الأوراق المالية، هى المرآة التى تعكس حالة الاقتصاد القومى، تتأثر به، وتؤثر فيه، وهى محل اهتمام جميع دول العالم من المؤسسات والشركات قبل الدول والحكومات، فضلاً عن اهتمام رجال الأعمال والاقتصاد والأفراد المتطلعين لاستثمار رءوس أموالهم بأنسب الطرق بها.

وقد تناولنا فى هذا الكتاب بورصة الأوراق المالية والعوامل المؤثرة فيها، لعلنا نسهم فى إلقاء الضوء عليها



الهيئة المصرية العامة للكتاب
٩ جنيهات



ISBN 9774197100